

Laboratoire de rattachement : PRISM

**Thèse pour l'obtention du titre de Docteur en Sciences de Gestion
présentée et soutenue publiquement le 2 décembre 2025.**

par Michaël GOUTHERAUD

**La Qualité des Résultats Comptables
des Entreprises Rachetées par LBO et MBO.**

Sous la direction de

Mr Philippe TOURON

Professeur des universités, Université Paris I Panthéon-Sorbonne

Co-dirigée par

Mr Damien MOUREY

Professeur des universités, Université de la Polynésie Française

Membres du Jury

Mme Anne-Laure Le Nadant, professeure des universités, Université Rennes II (rapporteur)

Mr Paul André, full professeur, University of Bristol Business School (rapporteur)

Mme Florence Depoers, professeure des universités, Université Paris Nanterre (examinatrice)

Mr Yves Mard, professeur des universités, Université Clermont Auvergne (examinateur)

*L'Université n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses
: ces opinions doivent être considérées comme
propres à leurs auteurs.*

REMERCIEMENTS

Je tiens à adresser mes sincères remerciements à mes directeurs de thèse, les professeurs Philippe Tournon et Damien Mourey. Leur accompagnement attentif, leurs conseils éclairés et leur exigence scientifique ont profondément nourri ma réflexion et guidé mes recherches durant ces six années de doctorat. Je leur suis également reconnaissant pour leur bienveillance, leur écoute et leur patience, qui m'ont aidé à surmonter les difficultés et à mener ce travail à son terme.

Je tiens à exprimer toute ma gratitude aux professeurs Anne-Laure Le Nadant et Paul André pour avoir accepté la tâche exigeante de rapporteurs de cette thèse. Le temps qu'ils ont consacré à l'évaluation de ce travail, la finesse de leurs observations et la qualité de leurs commentaires à l'occasion de la pré-soutenance m'ont été d'une grande utilité.

J'adresse également mes plus vifs remerciements aux professeurs Florence Depoers et Yves Mard, qui ont accepté de siéger au sein du jury. Leur présence et leur intérêt pour mes recherches constituent pour moi et un encouragement précieux pour la suite de mon parcours académique.

Je souhaite également exprimer ma gratitude à l'ensemble des membres et doctorants du PRISM au sein de l'axe finance. Les échanges que nous avons eus, qu'ils soient formels, à l'occasion des réunions d'axe, ou informels, ont nourri ma réflexion et stimulé mes recherches. Leurs remarques pertinentes, leurs conseils et leur disponibilité ont grandement contribué à la richesse intellectuelle et humaine de ces années de doctorat.

Je remercie également Béatrice Chopin-Monteverdi, pour ses conseils avisés, ses relectures et ses partages d'expérience autour de ces nombreux cafés.

Enfin, je tiens à remercier de tout cœur ma famille et mes amis, qui m'ont accompagné avec bienveillance et confiance tout au long de ce parcours parfois semé d'obstacles. Leur soutien moral, leurs encouragements constants et leur présence discrète mais essentielle ont été pour moi une source inestimable de réconfort et de motivation.

Table des matières

REMERCIEMENTS	3
INTRODUCTION	7
CHAPITRE I : A PROPOS DES BENEFICES ET DES COUTS DE LA PRUDENCE : UNE REVUE DE LA LITTERATURE	20
Introduction.....	21
1] L'utilité contractuelle de la prudence	23
1.1] L'efficience des contrats de dette et des décisions d'investissement	23
1.1.1 Les termes des contrats de dette.....	24
1.1.2 Prudence et seuils contractuels : Vers une relation de substitution ou de complémentarité ?.....	25
1.1.3 Vers une extension des bénéfices de la prudence conditionnelle aux contrats de dette privée.....	27
1.2] Efficience des investissements et prudence conditionnelle	27
1.3] Du contrôle des investissements au renforcement de la gouvernance.....	30
1.4] La demande de prudence du principal	31
1.4.1 La prudence, solution anti-gestion des résultats ?.....	32
1.4.2 D'une approche « <i>stewardship</i> » à une perspective d'évaluation.....	34
2] De l'approche contractuelle au rôle informationnel de la prudence comptable	35
2.1] Perspectives et implications de la relation entre prudence conditionnelle et inconditionnelle	35
2.1.1 De la relation entre prudence conditionnelle et inconditionnelle et ses conséquences.....	35
2.1.2 Construire une synthèse des explications traditionnelles : vers le rejet de la prudence inconditionnelle ?	37
2.2] La prudence en interaction avec les autres qualités de l'information comptable	39
2.2.1 Prudence, persistance des résultats et <i>value relevance</i>	39
2.2.2 Prudence, un outil de la gestion des résultats ?.....	43
2.3] Le rôle informationnel de la prudence : les bénéfices pour les marchés de capitaux.....	45
2.3.1 Sur la relation formelle entre prudence et coût du capital	45
2.3.2 Prudence conditionnelle et marchés financiers	47
Conclusion	52
CHAPITRE II : LE LBO FRANÇAIS : ADAPTATION ET DIFFUSION D'UNE INNOVATION FINANCIERE DANS UN CONTEXTE DE LIBERALISATION FINANCIERE (1980-1992)	56
Introduction.....	57
II] Littérature : système légal et développement du <i>private equity</i>	59
A] Origine légale et développement financier	60
B] Théorie de l'origine légale et LBO	63
III] Méthodologie.....	63
A] Période d'étude	63

B]	Sources de données	65
IV]	Le RES : un dispositif hybride entre économie sociale et nouveaux montages financiers	67
A]	Un dispositif dans la continuité du développement du capital-investissement en France	68
B]	Le contexte institutionnel du RES	70
V]	L'émergence d'une pensée pragmatique en matière économique : vers une diffusion plus large du LBO en France	77
A]	Le RES : un bouclier anti-OPA ?.....	78
B]	Transmission d'entreprises et entrepreneuriat : la promotion du RES	79
C]	L'introduction du régime de l'intégration fiscale et l'essor du LBO.....	81
VI]	Discussion et implications	85
	CHAPITRE III : LES EFFETS DE LA GESTION COMPTABLE ET REELLE DU RESULTAT DANS LES TRANSACTIONS DE LBO ET MBO SUR LA PRIME DE CONTROLE : ETUDE SUR UN ECHANTILLON INTERNATIONAL.....	88
	Introduction.....	89
II]	Hypothèses et revue de littérature	92
A]	De l'intérêt d'étudier le contexte des MBO et LBO en comptabilité	92
B]	Les hypothèses conventionnelles de la littérature en matière de gestion du résultat dans les montages de LBO et MBO.....	94
C]	Des effets de la gestion du résultat sur la prime de contrôle.....	99
D]	Les moyens de la gestion du résultat, entre gestion réelle et gestion comptable.....	101
III]	Méthodologie.....	102
A]	Echantillon.....	102
B]	Modèles d'estimation de la gestion des résultats	108
IV]	Résultats	115
A]	Statistiques descriptives de l'échantillon.....	115
1)	Fondamentaux économiques des échantillons	115
2)	Statistiques descriptives des variables de gestion du résultat	118
B]	Analyses multivariées	132
1)	Stratégie de substitution de la gestion comptable du résultat par la gestion réelle	132
2)	Etude sur la relation entre prime de contrôle et gestion comptable et réelle	152
3)	Robustesse : Régression logistique	166
V]	Discussion.....	167
VI]	Conclusion.....	170
	CHAPITRE IV : LA PRUDENCE COMPTABLE DANS LES OPERATIONS DE LBO : UNE ETUDE SUR LA PERIODE 2008-2021	172
	Introduction.....	173
II]	Sur la relation entre prudence, dette et investissement anormal.	176
A]	Gestion des résultats, prudence conditionnelle et LBO.....	176
B]	Interaction entre demande de prudence conditionnelle et investissement anormal dans le contexte des LBO.....	181

III] Méthodologie et Echantillon.....	186
A] Mesure de la prudence conditionnelle	187
B] Mesure de l'investissement anormal.....	188
C] Mesure de la gestion des résultats.....	189
D] Echantillon et groupe de contrôle	189
E] Etude de la relation entre investissement anormal et prudence	192
IV] Résultats	193
A] Statistiques descriptives.....	194
A.1] Sélection de l'échantillon de contrôle.....	194
B] Relation entre prudence et gestion du résultat	199
C] Relation entre investissement anormal et prudence	201
V] Discussion et Conclusion.....	204
CONCLUSION.....	206
BIBLIOGRAPHIE.....	217
ANNEXES.....	237
Article 2 : le LBO Français : adaptation et diffusion d'une innovation financière dans un contexte de libéralisation financière (1980 – 1992)	237
Annexe 1 : Sources de données.....	237
Article 4 : La prudence comptable dans les opérations de LBO/MBO : Une étude sur la période 2008-2021	251
Annexe 1 : Résultats des estimations du modèles de Khan et Watts.....	251
Annexe 2 : Récapitulatif des transactions	252
Annexe 3 : Résultats régression logistique	257
Annexe 4 : Liste des variables	258

INTRODUCTION

“Anticipate no profit, but anticipate all losses.” Bliss, J.H. (1924)¹.

“Earnings management occurs when managers exercise judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.” Jones, J. (1991).²

1) Des propriétés qualitatives des résultats comptables

La définition la plus pertinente de la qualité des résultats a été formulée par Dechow *et al* (2010) dans une revue de littérature désormais incontournable en comptabilité positive : « *Higher quality earnings provide more information about the features of a firm’s financial performance that are relevant to a specific decision made by a specific decision-maker* » (p. 344). Cette détermination insiste sur trois caractéristiques de la qualité de l’information comptable : elle se doit en effet d’être contingente non seulement à une décision économique spécifique et à une partie prenante spécifique, mais également à un modèle théorique reliant les propriétés qualitatives de l’information comptable au modèle de décision employé par la partie prenante.

Les recherches ayant pour thématique la qualité des résultats comptables sont complexes en raison des multiples contingences existantes entre leurs différentes propriétés, les contextes décisionnels multiples et les besoins informationnels des parties prenantes distinctes. Nous les articulerons en trois catégories : d’une part la production de théories positives satisfaisantes des incitations des dirigeants à l’égard des parties prenantes à l’information comptable, d’autre part l’identification des mécanismes employés pour influencer la qualité de l’information comptable et enfin, la problématique la plus étudiée (Dechow *et al.* 2010), celle des conséquences des choix en matière de qualité de l’information comptable sur, par exemple, les introductions en bourse, les rachats d’entreprises, l’atteinte des cibles de résultat, l’accès au financement et le coût du financement etc. La question méthodologique de la mesure respective des différents indicateurs de la qualité de l’information comptable et de leurs interactions s’ajoute par ailleurs à ces objectifs.

¹ « *N’anticipez aucun profit, mais anticipez toutes les pertes.* » Bliss, J.H. (1924).

² « *La gestion des résultats se produit lorsque les gestionnaires exercent leur jugement dans le reporting financier et la structuration des transactions pour altérer les états financiers afin soit d’induire en erreur certaines parties prenantes sur la performance économique sous-jacente de l’entreprise, soit d’influencer les seuils contractuels qui dépendent des chiffres comptables déclarés.* » Jones, J. (1991).

Nous en reprenons la liste à des fins pédagogiques : la persistance des résultats, les *accruals* discrétionnaires et la gestion des résultats, le lissage des résultats, la reconnaissance asymétrique des pertes et des profits (ou prudence conditionnelle), l'atteinte de cibles, la réaction des investisseurs aux résultats, les indicateurs externes et internes et la pertinence de la valeur. Ces mesures de la qualité de l'information comptable sont à distinguer nettement des propriétés qualitatives de l'information comptable énoncées traditionnellement dans les cadres conceptuels des normalisateurs comptables. En effet, les raisonnements et modèles théoriques mobilisés en recherche qui opérationnalisent les effets d'un indicateur de la qualité de l'information comptable sur les décisions d'une ou plusieurs parties prenantes ne sont pas nécessairement les mêmes que ceux retenus par un normalisateur comptable dans l'élaboration de ses normes.

Le point de départ de notre thèse est basé sur l'état de la littérature dans ce programme de recherche, c'est à dire aux études consacrées à la fois aux incitations des dirigeants en matière de *reporting* financier et aux propriétés désirables des résultats. Le faible nombre de travaux exploratoires à caractère qualitatif (Graham *et al.* 2005 ; Dichev *et al.* 2013) et les revues de littérature (Dechow *et al.* 2010) pointent deux problématiques à poursuivre en matière de recherche empirique pour contribuer aux connaissances dans ce champ. On note en premier lieu la nécessité de développer de meilleures associations entre les modèles théoriques établis reliant la qualité de l'information comptable et ses conséquences pour les parties prenantes, ce, en tenant compte des représentations de cette même relation par les professionnels préparateurs et utilisateurs de l'information comptable. Il s'agit au final d'établir la pertinence des construits étudiés du point de vue des besoins informationnels des parties prenantes et des motivations des dirigeants et directeurs financiers, l'objectif étant de hiérarchiser les multiples indicateurs développés dans la littérature. En effet, les construits et raisonnement théoriques développés autour de ces mesures étant apparus aux chercheurs encore trop déconnectés des observations de la pratique professionnelle, le besoin d'une hiérarchie s'est imposé.

Les études exploratoires précitées concluent ainsi à trois impératifs. Le premier consiste en la nécessaire relativisation de la prédominance de l'hypothèse de la gestion à la hausse des résultats, le second, la mobilisation de plusieurs mesures de la qualité de l'information comptable, ce, afin de refléter plus fidèlement les arbitrages comptables qui se posent aux préparateurs et aux dirigeants entre les différentes incitations au *reporting* financier. Le dernier qui est également le plus important, s'avère être la nécessité de déplacer l'attention des chercheurs de la relation entre la qualité de l'information comptable et ses conséquences vers l'étude de la relation entre les causes et motivations économiques et les choix qui influent sur la qualité de l'information comptable. Ces réflexions nous amènent à restituer une remarque générale qui préside aux motivations du travail exploratoire de

Dichev *et al.* 2013 sur le programme de recherche en matière de qualité de l'information comptable, à savoir la nécessité de trouver des contextes empiriques susceptibles de nous permettre d'identifier, avec un degré raisonnable de certitude, les incitations, les priorités et les arbitrages réalisés par les dirigeants plutôt que de se concentrer purement sur les mécanismes comptables et leurs conséquences (Dechow *et al.* 2010).

2) *Le LBO, un cadre prometteur pour étudier les incitations au reporting*

Ayant fait le choix d'insérer notre réflexion dans ce courant de recherche, nous avons ciblé un objet d'étude susceptible de représenter un cadre pertinent pour tester les prédictions liées à l'utilisation conjointe de plusieurs mesures de la qualité de l'information comptable. Ce travail se propose ainsi d'apporter une modeste contribution à la compréhension de l'interaction entre les mesures des propriétés qualitatives des résultats comptables et leur hiérarchisation. Dans la mesure où il nous est apparu préférable d'opter pour un environnement proposant une multiplicité d'incitations contradictoires sur le *reporting* financier sur les parties prenantes, plutôt que privilégier les besoins informationnels d'une seule partie prenante, nous avons retenu deux objets d'étude parmi de nombreux contextes. Le premier, déjà amplement étudié, est le courant de littérature sur les résultats *non-GAAP* (*Generally Accepted Accounting Principles*) : il offre la possibilité d'identifier les propriétés comptables des résultats désirées par les marchés financiers des résultats comptables par une comparaison avec les résultats *GAAP* qui s'adressent à l'ensemble des parties prenantes. Le second concerne les opérations de LBO, à savoir les opérations de rachats d'entreprises impliquant des montants très importants de dette dans le financement de l'opération : elles nous paraissent être un cadre opportun de confrontation des angles d'analyse fournis par plusieurs indicateurs de mesure de la qualité de l'information comptable. Leur contexte implique en effet des effets incitatifs nombreux et contradictoires sur le *reporting* financier, entre prêteurs, anciens propriétaires, nouveaux propriétaires, implication des dirigeants dans le capital et fonds d'investissement.

De fait, les LBO sont traditionnellement associés à de multiples changements dans les caractéristiques des firmes. Le rachat entraîne, outre la concentration du capital dans un nombre réduit d'actionnaires, une augmentation significative de la dette : or, cette dernière signifie un contrôle plus important par les prêteurs. Ces derniers ont recours aux caractéristiques des contrats de dette, à l'introduction d'un fond de *private equity* et au passage à un actionnariat actif, mais également à la remise à plat des rémunérations incitatives pour les dirigeants et au renouvellement d'une partie, voire de la totalité de l'équipe dirigeante. Ces modifications ont pour effet un changement considérable dans la gouvernance, lequel est par ailleurs perçu comme désirable : il paraît indispensable et met en avant le modèle, plus efficace, de la firme non cotée (Jensen, 1989, 1993 ; Martinez et Serve, 2017). La littérature en finance d'entreprise étudie les LBO pour ce qu'ils sont, des opérations financières

contribuant aux restructurations économiques majeures (Jensen, 1993). Leurs effets économiques et financiers sont multiples et internationalement répandus (Harris *et al.*, 2005 ; Kaplan et Stromberg, 2009) et les conséquences en matière de création de valeur (Kaplan, 1989 ; Lichtenberg, 1990 ; Cumming *et al.*, 2007), de privatisations (Thompson *et al.*, 1990 ; Wright *et al.*, 1992 ; Wright *et al.*, 2002), de créations d'emplois (Amess et Wright, 2007) ou d'innovation (Lerner *et al.*, 2011) ont été abondamment étudiées. Sur un plan plus théorique, les LBO sont un objet d'étude de choix lorsqu'il s'agit de tester des hypothèses et théories contradictoires en finance d'entreprise. Si Kochhar (1996) les propose comme objet d'analyse pour confronter les théories de l'agence et des coûts de transaction, d'autres les utilisent pour tester les différentes théories explicatives de la structure de financement des firmes (Axelson *et al.*, 2010). Les changements anticipés du mode de gouvernance et des caractéristiques de la dette des sociétés-cibles à l'occasion de tels rachats sont l'opportunité idéale pour tester en finance des hypothèses contradictoires. Le LBO, et ses variations, définis comme objet d'étude, se rapprochent alors d'un idéal-type. L'entreprise-cible traverse en effet plusieurs continuums, du passage d'un actionnariat dispersé et peu efficace dans l'exercice de la gouvernance à un actionnariat actif et concentré et une substitution extrême de la dette aux capitaux propres. Il est rare en finance d'entreprise, et plus largement en sciences sociales, de pouvoir tester des prédictions spécifiques dans un contexte d'expérience spécifiquement conçue (expérience contrôlée), donc ayant éliminé les facteurs perturbateurs pour permettre l'observation directe du phénomène étudié et la vérification des théories (Friedman, 1995). Nous pensons ici que le LBO a le mérite de s'en approcher, formant ainsi une « expérience quasi-contrôlée » à plusieurs égards. Les changements importants décrits plus haut dans les caractéristiques de la gouvernance et de la structure de financement promettent une observation claire des résultats : la littérature, très abondante en finance, facilite ainsi leur interprétation dans le domaine qui nous préoccupe, la comptabilité.

La littérature comptable en matière de LBO reste peu développée comparativement à la taille de la littérature en finance. A notre sens, cette opportunité méthodologique n'a guère été considérée dans tout son intérêt dans la littérature en comptabilité. Cette dernière reste principalement réduite à la relation dirigeants-actionnaires et à la gestion des résultats : au milieu des années 80, la médiatisation de nombreux débats consacrés aux mouvements de LBO et MDO explique probablement le fait (De Angelo, 1986 par exemple).

Notre approche consiste à utiliser le contexte de ces opérations pour tester de façon plus générale les hypothèses partiellement contradictoires autour des propriétés qualitatives des résultats comptables : nos travaux se veulent ainsi être une analyse du rôle qu'exercent la prudence conditionnelle et ses interactions avec la gestion du résultat. Les déterminants et les bénéfices de la prudence conditionnelle à l'égard des apporteurs de dette ne sont plus à démontrer dans la littérature sur les

contrats de prêt mais elle reste absente des travaux comptables en matière de LBO/MBO. Ajoutons que les LBO reproduisent à l'échelle miniature et de façon séquentielle la question de savoir si les marchés de capitaux ou les marchés de la dette déterminent les choix en matière de qualité de l'information comptable (Ball, Robin et Sadka, 2008). Il est en effet attendu que le changement important de l'endettement de la société acquise entraîne un glissement des priorités à l'égard de la qualité des résultats à privilégier. Les travaux en finance (Axelson *et al.* 2010) employant la *market timing theory* sur les déterminants de la structure de financement mettent en valeur l'importance de l'état du marché de la dette et les distorsions dans le coût des ressources pour expliquer les transactions de LBO. Nous avons fait un choix en cohérence avec ces travaux, lequel a consisté à ne pas nous limiter au point de vue de la gestion de résultat, mais à également étudier la prudence conditionnelle. Pour contribuer à clarifier la relation complexe entre gestion comptable et prudence conditionnelle, nous avons souhaité solliciter un objet d'étude dont les travaux pléthoriques en finance d'entreprise nous garantissent une facilité dans l'interprétation des résultats, mais surtout dans l'identification des mécanismes incitatifs à l'œuvre en matière de politique comptable : le LBO.

3) *Prudence, gestion du résultat et LBO*

Le choix de la prudence conditionnelle parmi les indicateurs de la qualité de l'information comptable précités tend à s'imposer de lui-même dans notre étude. En effet, la prédominance de la dette dans les sources de financement de la transaction nous conduit à rechercher la qualité de l'information comptable la mieux associée aux besoins informationnels des prêteurs. La littérature sur les contrats de dette met au premier plan l'utilisation de la prudence conditionnelle (Ahmed *et al.* 2002 Watts, 2003 ; Vander Bauwhede *et al.* 2007 ; Wittenberg-Moerman, 2008 ; Zhang, 2008 ; Nikolaev, 2010 ; Biddle *et al.* 2011 ; Callen *et al.* 2016). L'utilisation exclusive de la gestion comptable et réelle des résultats dans la compréhension de ces opérations et l'hétérogénéité des résultats en matière de LBO et MBO suggèrent que des contributions significatives peuvent être apportées en enrichissant l'analyse au moyen d'une autre mesure de la qualité des résultats comptables (De Angelo, 1986 ; Perry et William, 1994 ; Wu, 1997 ; Le Nadant, 1999 ; Mao et Reneboog, 2015 ; Yu, 2015 ; Tutuncu, 2019). En effet, concentrées sur les Etats-Unis et le Royaume-Uni, les études sur la gestion comptable et réelle dans la période qui précède ces transactions rencontrent des difficultés à valider l'hypothèse de gestion à la baisse des résultats dans les MBO et/ou l'hypothèse de gestion à la hausse dans les LBO, y compris sur des périodes et pays similaires. Ce travail doctoral avance ainsi une idée principale : les considérations à l'égard de la prudence conditionnelle et ses effets expliquent l'hétérogénéité des études en la matière, ce, tant au niveau conceptuel, en matière d'incitations, que méthodologiques, dans leur interaction avec les mesures de la gestion du résultat et les fondamentaux économiques des entreprises-cibles. La littérature sur la prudence conditionnelle tend par ailleurs

précisément à pointer la nécessité d'étudier de façon plus approfondie la relation entre prudence conditionnelle et gestion du résultat (Dechow *et al.* 2010 ; Ruch et Taylor, 2015 ; Neag et Masca, 2015 ; Zhong et Li, 2017 ; Penalva et Wagenhofer, 2019). Ce travail est donc l'opportunité de démontrer la nécessité d'une prise en compte de la prudence conditionnelle dans les études centrées sur la gestion du résultat afin d'en améliorer la fiabilité et les enjeux associés.

Le choix d'étudier la relation entre prudence conditionnelle et gestion du résultat publiée à l'approche des opérations de LBO nous semble ainsi contribuer à plusieurs degrés au courant de recherche relatif à la qualité des résultats comptables. Au premier niveau, l'utilisation conjointe de plusieurs mesures de la qualité de l'information à l'occasion d'une étude empirique permet d'améliorer la robustesse des résultats et d'en faciliter l'interprétation : on doit ce bénéfice à la mobilisation des axes différents d'analyse auxquels répondent ces mesures et à des résultats plus nuancés, lesquels aboutissent à une finesse d'interprétation accrue. Au second niveau, cette démarche permet de tester les prédictions sur la relation théorique qui existe entre les différents construits statistiques et au troisième, elle nourrit la réflexion sur l'opposition des besoins informationnels respectifs des marchés de capitaux et de la dette, dont le conflit culmine ici avec une substitution extrême de la dette aux capitaux. Nous pensons enfin participer de façon marginale à la compréhension des déterminants économiques et financiers de ces opérations, même si, nous en convenons, ce n'est pas là l'objectif principal de ce travail doctoral.

4) *Echantillon, données et réflexions méthodologiques : le LBO, entre opportunité théorique et contrainte méthodologique.*

L'appellation *leverage buy out* (LBO) est un terme qui désigne toute opération de rachat financée par effet de levier, c'est-à-dire par recours à un endettement élevé. Elle recouvre toutefois une diversité importante d'opérations : les *management buy out* (MBO) correspondent à des rachats d'entreprises par le personnel ou les dirigeants, les *management buy in* (MBI) sont des rachats dans lesquels l'équipe dirigeante est renouvelée. Un montage intermédiaire existe également, dans lequel une partie seulement de l'équipe dirigeante est renouvelée : le *buy in management buy out* (BIMBO). Enfin, dans le contexte de capital transmission, l'*owner buy out* (OBO), permet au dirigeant-actionnaire majoritaire de transmettre la majorité du capital de son entreprise à un investisseur extérieur tout en devenant actionnaire minoritaire. Nous intéressant au contexte exclusif des retraits de cote, nous utiliserons dans cette étude le terme générique de LBO pour désigner toute opération de rachat par endettement par laquelle une société se retrouve délistée (sortie de la cotation) du marché financier, sans être rachetée par ses dirigeants ou son personnel. Il s'agit donc, pour refléter les divergences d'incitations en matière de *reporting* financier, de dissocier les montages de MBO dans lesquels les dirigeants deviennent actionnaires majoritaires de la société des autres formes de LBO par retrait de

cote dans lesquelles ils sont exclus du capital. Les opérations d'OBO concernant essentiellement les sociétés non cotées sont ainsi exonérées de nos considérations dans les travaux statistiques.

Le choix de ne retenir que les opérations à effet de levier qui prennent la forme de retraits de cote est motivé par des raisons à la fois théoriques et méthodologiques. Nous avons recherché un échantillon d'entreprises qui soit le plus homogène possible en matière de performance fondamentale pour faciliter l'interprétation de nos résultats. La fiabilité d'une mesure de la qualité de l'information comptable repose sur sa faculté à séparer ce qui, au sein des nombres comptables, constitue un effet du système de production de l'information comptable, de ce qui constitue un effet dans un changement dans la performance fondamentale. Ce point est important lorsqu'il s'agit d'étudier l'interaction entre prudence conditionnelle et gestion du résultat : en effet, la dégradation de la performance d'une firme entraîne une sur/réaction dans le système d'information comptable prudent qui anticipe ces pertes. En retour, les modèles de mesure de la gestion comptable du résultat en sont affectés, ce, au risque d'entraîner une erreur de classification des *accruals*. Cette difficulté méthodologique s'ajoute aux débats théoriques sur la relation entre gestion comptable du résultat et prudence conditionnelle et justifie notre choix de travailler sur un échantillon aux fondamentaux homogènes tel que les sociétés-cible de retrait de cote par LBO.

Les entreprises des échantillons étudiés doivent alors tendre à se rapprocher au maximum du profil-type de l'entreprise décrite dans les travaux classiques de Jensen (1985, 1989, 1993), à savoir des sociétés cotées dotées d'une gouvernance défaillante connaissant un ralentissement économique. De plus, nous requerrons la disponibilité des prix de marché afin de pouvoir mesurer quantitativement le degré de prudence conditionnelle des entreprises. En effet, celui-ci est mesuré au travers de la relation entre le contenu informationnel des résultats et le contenu informationnel des rendements boursiers (Basu, 1997 ; Khan et Watts, 2009 ; Callen *et al.*, 2010 ; Badia, 2020). On compte peu de modèles alternatifs qui n'utilisent pas l'information contenue dans les prix de marché pour inférer sur le degré de prudence incorporé dans les résultats. C'est le cas de la mesure proposée par Ball et Shivakumar (2005), toutefois celle-ci exige la disponibilité de données comptables dans la période qui dépasse le rachat, ce qui n'est pas le cas pour les sociétés retirées de la cote : de fait, les données comptables des sociétés-cibles de rachat à effet de levier cessent alors d'être publiques. Cette particularité a eu de nombreuses conséquences sur les choix méthodologiques de notre étude, au même titre que les études précédentes sur ces mêmes opérations. D'une part, il est alors impossible d'étudier la qualité du *reporting* financier après le rachat et donc le changement à proprement parler. D'autre part, on ne peut non plus observer les effets positifs ou négatifs des changements dans la qualité de l'information comptable, qu'il s'agisse de gestion du résultat ou de prudence comptable. Enfin, il faut abandonner le principe d'un modèle de mesure des propriétés des résultats comptables nécessitant des données

prospectives au-delà de la date de rachat, comme le schéma d'*accruals* de Dechow et Dichev par exemple (2002). C'est pourquoi, si, certes, les montages à effet de levier constituent une opportunité théorique pour tester les hypothèses relatives à la qualité des résultats comptables, ses caractéristiques entraînent néanmoins des contraintes méthodologiques affectant les choix retenus dans les travaux statistiques et la taille des échantillons. Le dernier aspect théorique influant les choix de construction des échantillons dans ce travail a été la nécessité de dissocier gestion du résultat et prudence conditionnelle pour répondre à nos hypothèses, impératif particulièrement difficile en cas de prédiction d'une gestion à la baisse du résultat.

L'un des moyens utilisés pour faire cette distinction est de mesurer ces deux indicateurs de qualité sur une période suffisamment longue, ici 3 ans, l'objectif étant d'observer les changements dans les *accruals* anormaux et la prudence conditionnelle. La manipulation des résultats est supposée prendre place lors de l'année précédant la transaction alors que la prudence conditionnelle, qui s'exprime en réaction aux fondamentaux économiques dégradés, doit évoluer sur une période plus longue. Une autre méthode permettant de renforcer les résultats sur cette interaction consiste à recourir à des groupes de contrôle, établis par pays, par secteur et à sélectionner les entreprises par niveau de performance (Kothari *et al.* 2005).

Compte tenu de la quantité de données nécessaires pour mesurer prudence conditionnelle, gestion comptable et gestion réelle, la double nécessité de construire un échantillon à la fois assez large et sur une période suffisamment intéressante explique le choix d'un échantillon international dans un premier temps. Il nous fallait un échantillon de MBO de taille suffisante pour tester les hypothèses avancées : les opérations s'avérant plus nombreuses dans les pays asiatiques que dans les pays anglo-saxons ou d'Europe occidentale, l'étude à caractère international s'est naturellement imposée.

5) *Structure de la thèse et contributions*

Pour répondre à nos interrogations, nous avons structuré cette thèse autour de quatre articles. Le premier article constitue une revue de la littérature consacrée à l'état de l'art en matière de prudence comptable. Le second article investit le champ du LBO et du MBO par le biais d'une étude exploratoire fondée sur une approche historique : nous y proposons une revue de la littérature de la prudence comptable, l'objectif étant d'identifier les pistes de recherche à explorer pour contribuer aux analyses sur cet indicateur de la qualité de l'information comptable. Dans le troisième article, nous définissons le profil comptable des entreprises de notre échantillon en matière de gestion des résultats. Dans le dernier et quatrième article, nous étudions la prudence conditionnelle sur l'échantillon de transaction dans le contexte des Etats-Unis en employant le score de Khan et Watts

(2009). Nous confrontons les résultats avec ceux en matière de gestion comptable et étudions la relation entre prudence conditionnelle et investissement anormal dans le cadre de ces transactions.

Nous l'avons précisé, le premier article est relatif à l'état de l'art en matière de prudence comptable et l'évolution significative de la compréhension des avantages et inconvénients associés à la prudence comptable depuis le début des années 2000 y est discutée. Le développement de mesures quantitatives de la prudence a permis une large variété de travaux : la revue aborde à la fois prudence conditionnelle et prudence inconditionnelle. Les avantages et inconvénients de chaque forme sont positionnés à l'égard des différentes parties prenantes et des thématiques diversifiées dans lesquelles son rôle a été identifié.

Nous avons répertorié les pistes de recherche future en matière de prudence comptable pour tenter de répondre aux maillons manquants de la littérature sur les LBO et MBO, démarche qui nous a permis de dégager quatre principaux sujets relatifs à la prudence comptable.

1) Les effets de la prudence inconditionnelle à l'égard des attentes des parties prenantes demeurent peu étudiés dans les études statistiques. 2) Il en est de même concernant les études empiriques et les travaux méthodologiques sur la relation entre prudence conditionnelle et gestion du résultat : les enjeux de cette interaction sont discutés. 3) La nécessité d'étudier davantage la question des seuils de vérifiabilité des bonnes nouvelles et leurs effets plutôt qu'uniquement la reconnaissance asymétrique des pertes est mise en valeur. 4/ Une synthèse des contributions dans des thématiques novatrices comme les prévisions des analystes financiers, les résultats *non-GAAP* ou le rôle de la prudence dans les périodes de crise économiques est réalisée.

Les deux études quantitatives proposées par la suite s'intègrent essentiellement dans la seconde piste de recherche. Il nous est apparu important d'étudier la gestion des résultats dans le cadre de notre échantillon : nous devons en effet nous positionner vis-à-vis de la littérature existante sur ces opérations en comptabilité avant d'étudier la question de la prudence conditionnelle.

Le second article, centré sur l'influence des facteurs juridiques, politiques et fiscaux dans la diffusion des opérations de LBO en France sur la période 1980-1992, répond à plusieurs objectifs. Il s'agit tout d'abord d'un cheminement original pour investir la littérature, abondante en finance, sur les déterminants et motivations de ces opérations investissement. Nous l'avons vu comme un préalable indispensable à la formulation de nos hypothèses en matière de gestion du résultat, de prudence conditionnelle et d'identification des cadres théoriques employés dans la littérature financière en matière de LBO. Il nous fallait nous approprier le LBO comme objet d'étude, nous avons donc préféré une étude à caractère historique à une revue de littérature en finance d'entreprise sur ces montages : notre contribution n'aurait guère eu d'intérêt au regard de la taille de la littérature existante.

Le choix d'un échantillon international a par ailleurs permis la mise en valeur des limites et domaines de validité liés à l'emploi de certains cadres théoriques comme la théorie de l'agence ou la théorie de l'origine légale. La faculté de ces théories, conjointement utilisées en comptabilité et en finance d'entreprise, à s'adapter à divers contextes nationaux est discutée à travers l'étude du cas Français. La théorie de l'origine légale, précisons-le, est couramment utilisée en comptabilité afin d'établir des comparaisons internationales, notamment en matière de prudence comptable (Pope et Walker, 1999 ; Ball et al. 2001 ; Giner et Rees, 2001 ; Ball et al., 2003 ; Garcia Lara et Mora, 2004 ; Bushman et Piotroski, 2006 ; André et al., 2012).

Cette étude constitue un investissement méthodologique dans les approches historiques en comptabilité et en finance, ce, dans une logique de diversification des compétences de recherche. Elle contribue alors à mettre en avant les particularités économiques, juridiques et fiscales associées au développement des opérations de MBO et LBO en France, lesquelles imposent une distinction nette entre la forme des dites opérations au Royaume-Uni ou aux Etats-Unis et celle proposée en France dans les années 80.

Le troisième article de recherche propose de tester les différentes prédictions différenciées à l'égard de la gestion comptable et réelle des résultats sur les transactions de LBO et MBO dans le contexte d'un retrait de cote. L'effet de la gestion du résultat sur la prime de contrôle dans ce cadre particulier d'offres amicales est ainsi étudié. L'objectif de l'article est, au mieux d'éliminer l'hypothèse de gestion du résultat et *a minima* de connaître le profil des entreprises incluses dans notre échantillon en matière de gestion du résultat. Nous nous inscrivons alors dans la continuité de la littérature déjà existante en comptabilité afin de mieux positionner et légitimer le recours à d'autres mesures de la qualité des résultats comptables, notamment la prudence. Cet article est l'opportunité d'aborder la question méthodologique des conséquences de l'interaction entre la prudence conditionnelle et la gestion du résultat sur la mesure des *accruals* discrétionnaires. Peu employé jusqu'alors, l'emploi d'un modèle d'*accruals* anormaux, repris des travaux méthodologiques de Ball et Shivakumar (2006), a eu pour but de mettre en valeur l'intérêt et les enjeux autour de la prise en compte de la prudence conditionnelle dans la mesure des *accruals* anormaux. Les échantillons d'entreprises déclinantes sont en particulier ciblés : l'étude est construite sur un échantillon de 224 transactions réalisées au cours de la période 2008-2021, dans un contexte international. Les contributions de l'article sont nombreuses. Sur cet échantillon et comparativement aux études précédentes, nous ne vérifions pas l'hypothèse de gestion à la baisse du résultat dans les sociétés faisant l'objet de MBO. Au contraire, les sociétés-cibles de LBO ou de MBO mettent en œuvre, en moyenne, une gestion réelle agressive par la manipulation des ventes tandis que la gestion comptable reste largement indéterminée. Néanmoins, la gestion comptable du résultat est significativement inférieure en moyenne à celle du groupe de contrôle lorsque l'on étudie les *performance-matched discretionary accruals*. Deux

profils d'entreprises se dégagent alors. Les sociétés-cibles de LBO exhibent un profil économique déclinant tandis que les sociétés-cibles de MBO sont plutôt en croissance, malgré cette différence dans les fondamentaux nous ne détectons pas de politique comptable différenciée entre les deux formes d'opérations à effet de levier. Plus précisément, la moitié de l'échantillon environ mène une politique comptable et réelle agressive en particulier en matière de manipulation des ventes, l'autre moitié tend à substituer la gestion comptable par de la gestion réelle. Les entreprises davantage en ralentissement économique sont celles qui tendent à substituer davantage la gestion des *accruals* par de la gestion réelle. Nous expliquons ce résultat en raison d'une gestion comptable du résultat plus coûteuse à mesure que les difficultés économiques s'accroissent, en particulier en raison de la prudence conditionnelle. Ce constat apparaît contradictoire avec le caractère amical des transactions et les études précédentes sur la prime de contrôle en matière de fusion et acquisitions. Les questions de temporalité des transactions, de fenêtres de manipulation et la situation économiques des sociétés sont alors discutées pour expliquer cette contradiction. Dans les résultats, la politique comptable des entreprises n'exerce en aucun cas d'effet positif sur la prime de contrôle des transactions. Il s'avère alors que l'agressivité des nombres comptables est largement anticipée et corrigée/sanctionnée dans la détermination des prix de transaction, correction qui apparaît d'autant plus forte pour les entreprises dont à la fois la gestion comptable et la gestion réelle sont agressives. Les résultats sont cependant à nuancer : si l'effet moyen met en exergue une politique comptable agressive en valeur, seule la moitié environ des entreprises de l'échantillon présente une politique de gestion comptable agressive. De plus, sur le plan méthodologique, le modèle employé pour filtrer les effets de la prudence conditionnelle présente des résultats prometteurs : le nombre d'entreprises détectées comme agressives s'accroît de façon réaliste et les dispersions des *accruals* anormaux des sous-échantillons d'entreprise - à la baisse et à la hausse - évoluent de façon cohérente relativement aux autres mesures d'*accruals* anormaux. Ces deux résultats justifient alors l'intérêt de mesurer séparément la prudence conditionnelle dans un quatrième article plutôt que se limiter à une seule prise en compte dans un modèle d'*accruals* anormaux pour en améliorer la fiabilité.

Après avoir étudié le profil des entreprises à l'égard de la gestion comptable et réelle, puis justifié empiriquement la nécessité d'étudier la prudence conditionnelle, le quatrième article se centre sur l'étude de l'évolution de la prudence conditionnelle sur la période de trois ans qui précède la transaction. La dissociation entre MBO et LBO est alors abandonnée dans la continuité des constats observés dans l'étude précédente. La prudence conditionnelle est comparée avec celle d'un groupe de contrôle élaboré à partir d'un score de propension. Les résultats sont ensuite mis en relation avec le profil des entreprises en matière de gestion comptable et réelle des résultats. Enfin, l'étude de la relation entre investissement anormal et prudence conditionnelle est envisagée afin d'associer avec notre mesure de la prudence conditionnelle les particularités des sociétés-cibles de LBO/MBO

considérées dans la théorie de l'agence par Jensen (1986) L'étude montre que la prudence des sociétés-cibles évolue peu – à l'exception du score de bonnes nouvelles - dans les trois ans qui précèdent le retrait de la cote et n'est pas significativement différente de celle du groupe de contrôle. Néanmoins, la prudence conditionnelle est significativement associée au niveau d'investissement anormal l'année qui précède la transaction, ce, contrairement au groupe de contrôle. Cette association s'éteint lorsque l'on contrôle la gestion comptable et réelle du résultat, ce qui tend à valider un récit de croissance de la part des entreprises-cibles.

PROGRAMME DE RECHERCHE

La qualité de l'information des résultats comptables

Problématiques de recherche du programme

- Quelles sont les propriétés désirables des résultats comptables ?
- Comment interagissent ces propriétés ?
- Quels sont les facteurs influençant la qualité des résultats ?
- A quelle fréquence et à quelle magnitude la qualité des résultats est-elle détériorée ?

Mesures de la qualité des résultats

- Persistance des résultats
- Accruals anormaux
- Lissage des résultats
- Reconnaissance asymétrique des pertes et profits (prudence conditionnelle)
- Ciblage (« Target Beating »)
- Réaction des investisseurs (ERC)
- Indicateurs externes de déclaration inexacte

Choix de l'objet d'étude : Le LBO

Propriétés d'intérêt sélectionnées

- Prudence conditionnelle
- Gestion des résultats

Choix d'étude de la problématique

Problématiques de la thèse

Les entreprises-cibles de LBO et MBO gèrent-elle différemment leurs résultats ? Existe-t-il une substitution entre la gestion comptable et la gestion réelle des résultats ? La prudence conditionnelle explique-t-elle l'hétérogénéité des résultats observée ?

Travaux	Objectif des travaux de recherche	Principales contributions
Article 1 A propos des bénéfices et coûts de la prudence <i>Revue de littérature</i>	- Identifier les déterminants de la prudence conditionnelle et inconditionnelle - Recenser les thématiques comptables et financières dans lesquelles la prudence joue un rôle - Synthétiser les bénéfices et coûts de la prudence - Dégager des pistes de recherche nouvelles à explorer	- Un déséquilibre dans les travaux de recherche entre prudence conditionnelle et prudence inconditionnelle est mis en avant. - Justifie la nécessité de travaux sur la relation entre prudence conditionnelle et gestion du résultat - Démontre un élargissement des bénéfices de la prudence à mesure qu'elle est mobilisée dans des thématiques de plus en plus variées
Article 2 Adoption des LBO en France	- S'approprier l'objet d'étude sous forme d'une étude exploratrice - Mener une étude en employant une approche historique	- Discute l'inertie du cadre légal français et le rôle de l'Etat dans l'adoption et le développement des LBO/MBO
Article 3 Effet de la gestion du résultat sur la prime de contrôle dans les montages de LBO <i>Echantillon international</i>	- Positionner la recherche dans la littérature comptable existante - Etudier l'effet de la prudence conditionnelle sur la détection de la gestion des résultats en dissociant LBO et MBO - Eliminer l'hypothèse de gestion des résultats pour justifier l'intérêt et la nécessité d'étudier les LBO sous l'angle de la prudence	- Une dissociation LBO/MBO insuffisante pour caractériser la politique comptable - Utilité d'adapter les modèles d'accruals pour tenir compte de la prudence conditionnelle - Manipulation des ventes importante - Anticipation rationnelle et sanction des pratiques de gestion comptable et réelle
Article 4 Prudence et investissement anormal dans les entreprises-cibles de LBO <i>Etats-Unis</i>	- Décrire le comportement des sociétés-cibles de LBO en matière de reconnaissance asymétrique des pertes et des profits - Analyser l'interaction entre prudence et gestion du résultats - Etudier le rôle de la prudence sur la situation d'investissement anormal des firmes de l'échantillon	- Augmentation de la vérifiabilité des bonnes nouvelles et stabilité de reconnaissance anticipée des pertes - Changements dans la relation entre prudence et accruals anormaux dans la période précédant la transaction - Interaction entre gestion des résultats et investissement anormal plutôt que prudence

CHAPITRE I : A PROPOS DES BENEFICES ET DES COUTS DE LA PRUDENCE : UNE REVUE DE LA LITTERATURE³

Résumé :

Depuis l'émergence de mesures pour la quantifier au milieu des années 90, la prudence a connu un intérêt croissant dans la recherche académique. Le programme de recherche lancé par l'article séminal de Watts (2003) fut alors vastement exploré. Durant la décennie 2000, les contrats de prêts connurent une attention particulière. Les études se sont ensuite orientées sur l'utilité informationnelle de la prudence pour l'investisseur, en réponse au projet de l'IASB de retirer la prudence du cadre conceptuel. Nous proposons une synthèse des travaux sur la prudence comptable sous l'angle de l'arbitrage coûts-bénéfices et des arguments théoriques qui le sous-tendent. Nous questionnons le désintérêt pour la prudence inconditionnelle dans la recherche et soulignons la reconnaissance progressive du rôle de la prudence conditionnelle pour la stabilité financière.

Mots-clés : Prudence comptable - Qualité de l'information comptable - Gestion du résultat - Contrats de dette – Gouvernance - Evaluation

Abstract:

Since the rise of proxys used to measure conservatism in the middle of 90s, conservatism has become the objet of renewed in academic research. The research program launched by the seminal paper of Watts (2003) has been vastly explored during this decade around the interactions with debt contracts. Since the end of the 2000's research papers have mainly been focused on the informational usefulness of conservatism for equity markets and investors in order to challenge the will of IASB to remove conservatism from its framework. We propose a literature review on accounting conservatism under the costs/benefits trade-off perspective and its empirical and theoretical arguments. Crucially, our review underlines and questions the loss of interest in unconditional conservatism and highlights the growing appeal of the prudential judgment for financial stability.

Key-words: Accounting conservatism - Accounting quality – Earnings management - Debt contracts – Governance - Valuation.

³ Cet article a fait l'objet d'une première soumission au deuxième semestre 2021 auprès de la revue CCA et fera prochainement l'objet d'une nouvelle soumission.

Introduction

Les travaux de synthèse de Dechow *et al.* (2010) et plusieurs travaux exploratoires (Graham *et al.* 2005 ; Dichev *et al.* 2013) sur la qualité des résultats ont manifesté le besoin urgent de confronter les différents attributs des résultats à la vision de professionnels utilisateurs de l'information comptable. L'ambition consiste à conforter les fondements théoriques de ces attributs et construire une hiérarchie des propriétés qualitatives des résultats plus proche des considérations de professionnels, analystes financiers et directeurs financiers. Dans ces travaux exploratoires, de façon surprenante, la motivation à gérer à la baisse les résultats est significative dans la tendance des dirigeants tandis que l'hypothèse de gestion à la hausse des résultats dans la littérature empirique conserve un monopole peu contesté. Bien que la prudence ne soit pas évoquée directement dans les propriétés désirées par les dirigeants, elle reste susceptible de faciliter une telle gestion à la baisse des résultats. Cette préoccupation de la prudence comme facilitatrice de gestion des résultats se retrouve aussi au cœur des arguments mis en avant par les normalisateurs internationaux lorsqu'il s'agit de considérer sa place dans les référentiels. Après une tentative avortée d'ôter la prudence des caractéristiques de l'information comptable, l'IASB précise sa pensée à ce sujet à l'occasion de la révision du cadre conceptuel en 2015 : « *Equally, the exercise of prudence does not allow for the understatement of assets and income or overstatement of liabilities and expenses, because such mis-statements can lead to the overstatement of income or understatement of expenses in future periods* »⁴. L'approche du normalisateur international est conforme à la distinction présente dans la littérature (Beaver et Ryan, 2005 ; Basu, 2005) entre prudence conditionnelle et prudence inconditionnelle. La prudence conditionnelle est définie par Basu (1997) comme « *the consequence of the asymmetric verifiability requirements for the recognition of economic gains and losses which results in accounting information that reflects economics losses in a timelier manner than gain* »⁵. La prudence inconditionnelle se définit comme « *the on average understatement of the book value of net assets relative to their market value* » (Beaver et Ryan, 2005)⁶.

Le projet des normalisateurs internationaux consistant à modifier le statut de la prudence à la fin des années 2000 dans le cadre conceptuel a suscité un regain d'intérêt des chercheurs sur le sujet. Si les

⁴ « *De même, l'exercice de la prudence n'autorise pas la sous-évaluation des actifs et des revenus, ni la surestimation des passifs et des charges, car de telles erreurs peuvent conduire, dans les périodes futures, à une surestimation des revenus ou à une sous-évaluation des charges* », ED Revised Conceptual Framework, 2015, § 2.18 p.29, voir aussi le bulletin trimestriel de l'EFRAG, avril 2013, « *Getting a better framework, prudence* ».

⁵ « *la conséquence d'exigences de vérifiabilité asymétriques pour la reconnaissance des gains et des pertes économiques, ce qui conduit à une information comptable reflétant les pertes économiques de manière plus rapide (ou plus opportune) que les gains.* ».

⁶ « *La sous-estimation en moyenne de la valeur comptable de l'actif net relativement à sa valeur de marché* ». Par la suite, nous considérerons comme équivalentes les notions de prudence conditionnelle, prudence *ex post*, prudence incorporée au résultat ou enregistrement asymétrique des pertes, d'une part et prudence inconditionnelle, prudence *ex ante* ou prudence au bilan, d'autre part.

travaux depuis Basu (1997) se sont d'abord concentrés sur les conséquences de la prudence sur les contrats de dette, les travaux qui suivirent s'affranchissent de cette approche « *stewardship* » au sens de reddition des comptes. Le rapport Trueblood Study Group, AICPA (1973) définit l'*accountability* (qui englobe la notion de *stewardship*) en abordant les objectifs des états financiers : « *Financial statements are a major means of conveying financial information to those outside an enterprise. Their objective is to report on management's stewardship and accountability for the resources entrusted to it, and to provide information useful for making economic decisions*⁷ » (p.6). Les études s'orientent par la suite sur les effets informationnels de la prudence pour les investisseurs dans une optique d'évaluation, plus conforme au paradigme du cadre conceptuel des normalisateurs, et soulignent l'intérêt de la prudence conditionnelle pour les marchés de capitaux.

Nous proposons une revue de littérature, de la prudence comptable sous la perspective de l'arbitrage coût/bénéfice. Celle-ci s'étend ainsi à toute thématique mise en interaction avec la prudence plutôt que de retenir un point focal, comme c'est le cas de la synthèse de Penalva (2019) sur la confrontation entre théorie et empirie autour des contrats de dette. Nous discutons des recherches récentes autour des perspectives dégagées par de précédentes synthèses (Ruch et Taylor, 2015 ; Neag et Masca, 2015 ; Mora et Walker, 2015) tout en introduisant les apports de thématiques ignorées par ces précédentes revues comme, par exemple, les indicateurs alternatifs de performance ou la question de la rationalité des analystes financiers. Notre approche pragmatique de la prudence en termes d'arbitrage coût/bénéfice est en phase avec l'idée selon laquelle celui-ci résulte en : « *trading an increase in the false negative (type II) error for an equal amount of decrease in the false positive (type I) error in the accounting report. The evaluation of conservatism is then conveniently transformed to an evaluation of the economic consequences of the report's measurement error*⁸ » (Gao et al. 2013, p. 251).

Outre les travaux théoriques, formalisés ou non, cette revue de littérature s'appuie sur un échantillon de 114 études empiriques publiées entre 1997 et 2025 pour évaluer les coûts et bénéfices de la prudence. Les débats méthodologiques liés à la quantification de la prudence sont épargnés sauf lorsqu'ils empiètent significativement dans l'identification des coûts ou bénéfices au travers de l'interprétation des résultats, le plus souvent en relation avec la gestion du résultat. Le classement FNEGE des revues est utilisé pour apprécier l'échantillon, mais nous retenons toutefois des articles dans des revues de plus faible classement ou non-classées dès lors qu'il s'agit de répliques dans

⁷ « Les états financiers constituent un moyen essentiel de communication de l'information financière à l'extérieur de l'entreprise. Leur objectif est de rendre compte de la gestion (*stewardship*) et de la responsabilité (*accountability*) de la direction quant aux ressources qui lui ont été confiées, ainsi que de fournir des informations utiles à la prise de décisions économiques. » Rapport Trueblood, *Objectives of Financial Statements*, p.6.

⁸ « ...en échangeant une augmentation des erreurs de type II (faux négatifs) contre une diminution équivalente des erreurs de type I (faux positifs) dans le rapport comptable. L'évaluation du degré de prudence comptable se transforme alors commodément en une évaluation des conséquences économiques de l'erreur de mesure contenue dans le rapport. »

des pays ou contextes institutionnels généralement peu étudiés dans des revues majeures. Nous dégagons les différentes thématiques avec lesquelles la prudence est associée, en tant que coût ou avantage. Outre les thématiques économiques usuelles (dette, investissements, gouvernance, coût du capital) nous mettons en évidence les travaux centrés sur les interactions de la prudence et les autres mesures de la qualité de l'information comptable qui permettent ainsi de conforter, infirmer ou questionner certains résultats acquis de la littérature. À cet endroit, l'intégration des travaux relatifs aux prévisions des analystes financiers et la littérature sur les indicateurs alternatifs de performance permet d'approfondir notre réflexion.

Trois contributions sont développées dans cette synthèse. Tout d'abord, en accord avec le bilan des synthèses précédentes sur le sujet, nous continuons de constater que les études se concentrent essentiellement sur la prudence conditionnelle. Nous discutons les raisons de ce désaveu de la recherche pour la prudence inconditionnelle et montrons en quoi son étude s'avère importante pour poursuivre la recherche sur les coûts et bénéfices associés à la prudence. Ensuite, la relation entre gestion du résultat (réelle et comptable) et prudence demeure peu explorée empiriquement de même que les problèmes méthodologiques que ces relations impliquent. On le vérifie en particulier autour de la pratique du « *big bath accounting* », tandis que celle-ci, associée à un opportunisme managérial, est susceptible de remettre en cause le rôle de réducteur d'asymétrie d'information joué par la prudence (Watts, 2003 ; Lafonds et Watts, 2008). Enfin, notre recensement révèle un nombre très limité d'études, s'intéressant au cas des firmes non cotées ou encore au cas des contrats de dette privée et au contexte de l'ère post-IFRS. Si la littérature sur la prudence en matière de comparaisons internationales existait au début des années 2000, celle-ci tend à s'estomper depuis. Cette revue de littérature est structurée en deux sections : la première section discute de l'arbitrage coût/bénéfice dans la théorie contractuelle, empiriquement très centrée sur les contrats de prêt, tandis que la seconde section aborde les coûts et bénéfices dans une perspective d'évaluation à destination des marchés financiers. Ce découpage nous apparaît pertinent en ce qu'il suit également l'évolution chronologique des perspectives de recherche envisagées.

1] L'utilité contractuelle de la prudence

1.1] L'efficience des contrats de dette et des décisions d'investissement

Les travaux relatifs à l'explication contractuelle (Watts, 2003) dans les années 2000 démontrent de façon très unanime les bénéfices de la prudence conditionnelle pour les marchés de titres obligataires (1.1.1). Toutefois, ce bénéfice d'un régime conservateur dans le référentiel comptable n'est acquis que si les parties prenantes ne peuvent reproduire ces mesures prudentes dans le calcul des seuils inclus dans les contrats de prêt (1.1.2). Plus récemment, l'extension de ces bénéfices aux contrats de

dette privée et aux effets d'un jugement prudent sur le choix du type de dette constituent de nouvelles pistes de recherche (1.1.3).

1.1.1 Les termes des contrats de dette

Le rôle contractuel de la prudence fut identifié tôt dans la littérature positive (Holthausen et Leftwich, 1983 ; Leftwich, 1983 ; Watts et Zimmermann, 1986 ; Watts, 1993 ; Hayn, 1995). Par ailleurs, Smith et Warner (1979) ont discuté du besoin de rétention des bénéfices et du conflit entre autofinancement et politique de dividendes. Les théories des options réelles et du « *pecking order* » présentent cet intérêt particulier pour l'information sur les pertes comme une conséquence de la place des prêteurs dans la réalisation de la valeur de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976 ; Myers, 1977). Ce n'est qu'avec les mesures de prudence issues des travaux de Basu (1997), Beaver et Ryan (2000) et Givoly et Hayn (2000) qu'émergent les études empiriques relatives à la prudence et les travaux sur les contrats de prêt. L'incertitude, associée à une incitation à l'accroissement des résultats de la part des dirigeants et au transfert de risque des actionnaires vers les prêteurs est à l'origine d'une demande de prudence dans le *reporting* financier. L'accélération de la violation des seuils contractuels dans un régime conservateur transfère des pouvoirs de décisions aux prêteurs et permet de prévenir cet opportunisme managérial (Zhang, 2008). Aussi, dans cette perspective des prêteurs, la prudence conditionnelle est-elle associée à une meilleure qualité de l'information comptable (Dechow *et al.* 2010). Le bénéfice de cette forme de prudence apparaît comme un jeu à somme positive dans les travaux : la prudence génère des prêts à taux plus faibles, dotés d'une maturité plus longue ce qui autorise un effet de levier plus important, ou permet l'établissement de seuils contractuels moins contraignants (Ahmed *et al.* 2002 ; Zhang, 2008). Dans ces conditions, l'accroissement *ex ante* du degré de prudence dans la période qui précède l'émission de dette, envoie un signal au prêteur qu'il récompense lors de la négociation du contrat. C'est ainsi que, Qiang (2003) avance l'idée de *self-imposed conservatism*, pertinent avec l'exercice discrétionnaire du jugement du comptable. La prudence s'avère être une variable d'ajustement résultant des incitations économiques plutôt que l'unique résultante de l'application des normes. Cette récompense se manifeste aussi par une meilleure notation par les agences de rating des émissions de dettes des entreprises (Vander Bauwhede *et al.* 2007) en présence d'un niveau de prudence conditionnelle important, ce, bien que le bénéfice marginal s'avère mitigé. Dans toutes les études empiriques impliquant les besoins des prêteurs, la prudence conditionnelle s'étend à mesure que le levier des firmes augmente. L'accroissement du degré de prudence est directement associé à une diminution de la dissymétrie entre prêteurs et emprunteurs sur les marchés financiers réglementés (Vasvari, 2006 ; Wittenberg-Moerman, 2008). Les asymétries d'information sont appréhendées par de multiples facteurs qui trouvent leur origine,

d'une part dans la dichotomie entre firmes cotées et firmes non-cotées et d'autre part, la disponibilité d'une notation publique, la taille des prêts ou encore la réputation de l'intermédiaire dans les contrats syndiqués. Vasvari (2006) démontre qu'à mesure que l'alignement des intérêts entre dirigeants et actionnaires progresse, la demande de prudence des prêteurs s'accroît en réaction au risque de transfert de richesses. Les conclusions sur le rôle réducteur d'asymétrie s'étendent au cas des contrats syndiqués : les différences d'accès à l'information entre le leader et les autres participants au prêt peuvent être réduites par l'amélioration de la qualité de l'information publique au moyen d'une plus grande reconnaissance des pertes (Ball *et al.* 2008). Le produit des effets informationnels de la prudence ne se résume pas aux caractéristiques des contrats de prêt, l'information plus fiable sur le risque de liquidation et la rétention de trésorerie s'en retrouve valorisée. Une corrélation négative entre les deux formes de prudence et le risque de faillite, contemporain et ultérieur, à la fois sur la période 1987 et 2007 aux États-Unis est ainsi identifiée par Biddle *et al.* (2011).

Pour conclure, les travaux démontrent le bénéfice - pour chaque partie au contrat - de la prudence conditionnelle pour améliorer l'efficacité des contrats de dette. Celle-ci s'exerce par la réduction de l'asymétrie d'information et l'accroissement du coût de l'aléa moral et de l'opportunisme *ex post* existants. Cet avantage se répercute positivement sur les caractéristiques des contrats, tel que le taux d'intérêt, ou les montants financés. Toutefois, ces études se situent exclusivement dans le contexte des marchés publics de dette. Les spécificités relatives à la dette privée et la situation d'autre pays demeurent peu étudiées. Surtout, ces études ne sont pas en mesure d'expliquer pourquoi cette forme de prudence doit être appliquée pour estimer les résultats comptables des firmes, tandis que les banques incorporent potentiellement des règles prudentes dans les modalités de calculs des seuils contractuels. Cette question est importante pour définitivement tirer les conclusions prescriptives que la présence de ces avantages soulève.

1.1.2 Prudence et seuils contractuels : Vers une relation de substitution ou de complémentarité ?

Les contrats régissant les relations entre créanciers et débiteurs lors de l'émission de dettes sur les marchés financiers réglementés incorporent des mécanismes coûteux pour réduire l'incertitude *ex post* (Beatty *et al.* 2002). Dans cette optique, la question de savoir si les prêteurs imposent une prudence comptable par le biais des modalités de calcul des seuils en s'adaptant aux spécificités de la firme, est déterminante. Il apparaît alors légitime de se demander si des normes comptables prudentes sont nécessaires si les parties au contrat sont déjà en mesure de l'intégrer et de la personnaliser dans leurs contrats (Beatty *et al.* 2008). La présence de clauses imposant la prudence invaliderait les bénéfices mis en avant par la théorie contractuelle. Les auteurs considèrent cependant

que les coûts de renégociation des contrats en procédant ainsi seraient élevés. Les prêts émis sur les marchés réglementés présentent généralement des seuils bruts, homogènes et peu spécifiques qui peuvent s'expliquer par un risque de coûts de renégociation élevés. L'usage des seuils contractuels serait plutôt une fonction croissante de la prudence, comme en atteste l'étude de Nikolaev (2010) sur la période 1980-2006 aux US. L'étude de Callen *et al.* (2016) réalisée sur un échantillon de 8698 contrats de prêts aux États-Unis entre 2000-2007 indique que la prudence constitue un signal, complémentaire à l'usage des seuils contractuels, de la crédibilité des prêteurs sur le risque d'opportunisme *ex post*. L'association dépendrait alors de l'intensité des asymétries d'information jouant surtout dans un contexte d'incertitude exacerbée. Toutefois, plusieurs études (Frankel et Litov, 2007 ; Begley et Chamberlain, 2005), échouent à déceler une relation entre seuils et prudence comptable.

Sans confirmer une relation de complémentarité, en raison de l'observation des usages en matière de seuils contractuels, ces études nous conduisent néanmoins au rejet de l'hypothèse d'une substitution. Des normes prudentes sont insuffisantes pour satisfaire les besoins des prêteurs. Les banques s'appuient sur cette prudence des nombres comptables pour limiter les coûts contractuels dans la mesure où elles ne peuvent la remplacer de façon efficace. Il s'avère ainsi problématique d'établir des normes comptables neutres⁹ en considérant que les parties prenantes peuvent établir sur cette base des contrats parfaits. Nous en concluons que les bénéfices de la prudence conditionnelle ne peuvent être contractualisés.

Ces conclusions doivent être nuancées par un moindre usage des seuils contractuels aux États-Unis. Les contrats de dette (Begley et Freedman, 2004 ; Begley et Chamberlain, 2005) représentent 10 % de l'échantillon de Begley et Freedman sur la période 1999-2000 contre près de 50 % entre 1989-1993. Les seuils utilisés concernent essentiellement des indicateurs relatifs aux flux de trésorerie, aux dividendes, aux investissements ou à la souscription de dette nouvelle, et rarement des variables laissant intervenir les *accruals*. Ce constat traduit un effet marginal de la prudence sur les seuils contractuels. Gigler *et al.* (2009) formalisent cette intuition en démontrant qu'un système comptable agressif est préférable lorsque les contrats de prêt sont associés à des clauses contractuelles transférant des droits de contrôle aux prêteurs en cas de violation des seuils. Toutefois, les études mentionnées ne tiennent guère compte des caractéristiques des prêteurs, telles leur réputation ou leur nature institutionnelle, qui tend à se diversifier, (Kang et Zhuang, 2019).

⁹ A comprendre au sens où le degré d'exigibilité de la reconnaissance des pertes est le même que celui des produits.

1.1.3 Vers une extension des bénéfices de la prudence conditionnelle aux contrats de dette privée

L'essentiel des contrats de dette étudiés concernent les émissions de titres obligataires sur les marchés financiers. L'atomicité des prêteurs, une absence d'information privilégiée, des moyens de contrôle alternatifs moins fiables, eu égard à la relation entre prêteurs et emprunteurs, génèrent une demande de prudence, conséquence du risque d'aléa moral. Ainsi, le type de dette et l'accès aux marchés de dette s'avèrent dépendants de la qualité de l'information comptable (Bharath *et al.* 2008 ; Armstrong *et al.* 2010, p.213). La capacité de contrôle des prêteurs est plus forte dans un contrat de dette privée : un accès privilégié aux informations sur l'entreprise et une facilité de renégociation des contrats à faible coût favorisent la détection d'insuffisances dans la qualité des comptes. L'étude de Bharath *et al.* (2008) fait ressortir un *premium* sur le taux d'intérêt et les maturités retenues, récompensant la qualité de l'information comptable¹⁰ dans les contrats de dette privée. Le bénéfice de la qualité informationnelle dans ce cas n'est pas trivial car l'hypothèse alternative selon laquelle les entreprises avec une faible qualité d'information s'orienteraient vers de la dette privée en raison de mécanismes de contrôle alternatifs est toute aussi crédible (Frankel et Litov, 2007). Par exemple, les firmes ayant souscrit un contrat de dette privée – signal d'une meilleure diligence à l'élaboration des contrats – bénéficient de facilités contractuelles lors de l'émission ultérieure de dette publique réduisant la relation complémentaire entre prudence et seuils contractuels (Nikolaev, 2010). Les seules études que nous recensons sur les avantages de la prudence dans les contrats de dette privée sont celles de Haw *et al.* (2014) au sujet du cas Coréen et Franke et Müller (2019) aux États-Unis. Les résultats suggèrent que les différences entre dette privée et dette publique, au regard de l'incertitude inhérente aux contrats de prêt et de la faculté à élaborer des contrats complets, ne sont pas significatives au point d'annihiler le bénéfice de la prudence dans les contrats de dette privée. Une information prudente ne serait donc pas une caractéristique discriminante dans le choix de l'accès au type de dette au même titre que les *accruals* anormaux dans l'étude de Bharath *et al.* (2008). Les preuves empiriques de cette extension des bénéfices de la prudence conditionnelle et les effets sur le choix du type de dette demeurent peu nombreux, particulièrement lorsque l'on considère le cas des pays Européens.

1.2] Efficience des investissements et prudence conditionnelle

Selon la théorie contractuelle, un accès facilité à l'emprunt affecte positivement l'efficacité des investissements, ce, grâce à un degré de prudence atténuant les effets d'asymétries d'information. Dans la tradition des modèles d'agence, la décision d'investissement sous-optimale correspond à un coût d'agence de type II. La thèse repose également sur la théorie du *pecking order* (Myers, 1977 ;

¹⁰ Comme mesurée par le total des *accruals* anormaux.

Myers et Mjaluf, 1984) : la firme qui subit un risque de sur-investissement ou une contrainte financière forte préférera émettre de la dette plutôt que des capitaux propres. Théoriquement, un système comptable conservateur constitue une stratégie optimale pour communiquer sur le risque de perte des investissements (Gox et Wagenhofer 2009). La prudence, en accélérant la violation des seuils contractuels et la vitesse d'enregistrement des pertes devrait décourager ou limiter le sur-investissement et le risque en devenant alors plus coûteux. La demande d'information vérifiable de la part des prêteurs pour accepter de financer des investissements s'accroît à mesure que les détenteurs de capitaux propres bénéficient d'information privée sur les investissements. L'allocation du capital de la firme s'en trouve améliorée en décourageant les projets à VAN négative. Selon Biddle et Hilary (2006), la qualité du *reporting* est positivement associée à l'efficacité des investissements sur un échantillon de 34 pays (1993-2004). Un enregistrement anticipé des pertes incite les dirigeants à exercer leur option d'abandon plus tôt (Basu, 1997 ; Watts, 2003 ; Ball et Shivakumar, 2005). La qualité du *reporting* réduit la VAN des investissements plus visibles (Biddle *et al.*, 2009). De ce fait, une confiance accrue se fait jour pour de futurs investissements. Un niveau élevé de prudence précédant un investissement induit une plus faible probabilité de révision (et amplitude de révision le cas échéant) des flux de trésorerie futurs provoquant une amélioration de la qualité des investissements (Ahmed et Duellman, 2011). La reconnaissance asymétrique des pertes est aussi positivement associée à une meilleure profitabilité et de meilleurs désinvestissements dans un contexte de fusion-acquisition (Francis et Martin, 2010). La prudence conditionnelle génère des bénéfices pour les entreprises marquées par un fort risque de dérive dans les investissements. L'étude de situations exacerbées de sur-investissement et de sous-investissement offre un cadre de recherche prometteur dans la mesure où, en situation dite « normale », ces bénéfices de la prudence pourraient apparaître peu significatifs voire invisibles au chercheur. De moindres opportunités d'investissement affectent davantage l'investissement dans un régime comptable conservateur. Cependant, il n'existe pas d'argument empirique en faveur d'une atténuation de la relation entre bonnes opportunités d'investissement et l'investissement effectif (Bushman *et al.* 2011). Plus récemment, Garcia Lara *et al.* (2016) démontrent les effets de la prudence dans un contexte de contrainte financière forte. Parmi les firmes qui sous-investissent, celles qui tendent à investir le plus mettent en œuvre une politique comptable prudentielle parce qu'elles présentent un risque d'insolvabilité et un effet de levier plus élevé *ex ante*. Cette série de travaux nous amène à souligner les bénéfices de la prudence dans des contextes de crise économique. Par exemple, lors de la crise financière de 2008, les firmes qui proposèrent un niveau plus élevé de prudence conditionnelle dans la période précédant la crise expérimentèrent un déclin plus faible du niveau d'investissement. Elles bénéficient aussi d'une meilleure capacité à lever des fonds externes au cours de la crise que les autres firmes (Balakrishnan *et al.* 2016). Ces travaux portent exclusivement sur la prudence conditionnelle et mettent de côté la

relation entre prudence inconditionnelle et prudence conditionnelle sur l'efficience des investissements. L'effet apparaît ambigu. Un accroissement dans la prudence inconditionnelle réduit *a posteriori* la prudence conditionnelle. La prudence inconditionnelle est donc susceptible indirectement de réduire l'efficience des investissements. Toutefois, le biais direct introduit par la prudence inconditionnelle peut agir comme un frein aux comportements sur-optimistes des managers. L'effet négatif indirect semblerait l'emporter selon Meucchi *et al.* (2025).

Pour conclure, la reconnaissance asymétrique des pertes et des profits améliore les décisions d'investissement, les firmes promptes au surinvestissement incorporent plus rapidement la destruction de valeur qui est générée et exercent alors davantage, et plus tôt, leur option d'abandon avec une prudence accrue. Les firmes qui subissent des contraintes financières importantes recourent davantage à la dette qu'aux capitaux propres. Ces dernières bénéficient alors directement d'une politique comptable prudente. Ces effets ne sont pas seulement mécaniques : ils affectent le comportement d'investissement des dirigeants, davantage par anticipation des effets du conservatisme que par leur calcul. Le raisonnement induit n'est pas sans rappeler l'hypothèse de contrôle par la dette de Jensen pour discuter des LBO (1986). Ajoutons que cette littérature empirique n'inclut guère les effets (bénéfiques ou non) de la prudence sur le degré d'innovation incorporé aux investissements (Laux et Ray, 2020). La prudence comptable agit donc comme un signal (Callen *et al.* 2016) qui améliore la crédibilité des dirigeants et véhicule leur confiance dans des bénéfices fiables. Trois remarques se font jour. Tout d'abord, bien que les études empiriques sur l'investissement reposent sur des mesures de la prudence conditionnelle, les modèles analytiques étendent ces résultats à des situations de prudence inconditionnelle sans que cela n'ait été testé. Ce résultat théorique invite à réaliser davantage de travaux empiriques sur le sujet. Le travail analytique de Gox et Wagenhofer (2009) affirme que la politique comptable optimale est compatible avec une comptabilité en coût historique et une prudence inconditionnelle, celle-ci constituant une partie du coût du signal subi par l'entreprise. Ensuite, les études précédentes (notamment Biddle *et al.* 2009) contrôlent les effets des mécanismes de gouvernance sur l'investissement pour conforter leurs résultats. Il s'avère que les variables de contrôle associées à la gouvernance ne sont pas déterminantes. Ces résultats associeraient alors la prudence à une variable-clé pour résumer globalement l'efficacité des mécanismes de gouvernance, suggérant une relation forte entre les deux. Cette interaction privilégiée entre prudence et gouvernance conférerait une place particulière à la prudence parmi les autres attributs de l'information comptable habituellement étudiés. Enfin, l'affaiblissement de la relation entre investissement et prudence avec le passage aux IFRS (André *et al.* 2014) conforte l'idée d'un « prix à payer », pour une plus grande neutralité de l'information comptable, en termes d'avantages pour le financement des investissements.

1.3] Du contrôle des investissements au renforcement de la gouvernance

Une politique comptable prudente permet un contrôle des investissements. Ainsi, apparaît une relation complémentaire entre prudence et gouvernance. Les premiers travaux concluent à une relation de substitution (Bushman *et al.* 2004) : le manque de transparence et d'efficacité des dispositifs de gouvernance serait pallié par un degré de reconnaissance asymétrique des pertes plus élevé dans les comptes. Ce constat est conforme aux observations sur l'accroissement du conservatisme après la crise de 2001 faisant suite aux effets de régulation et à la mise à jour des problèmes de gouvernance (Kousenidis *et al.* 2009, cf. partie II). La majorité des études (cf. Tableau 1), à l'exception de Lim (2011) dans le cas australien, suggère qu'une gouvernance forte (Beekes *et al.* 2004) va de pair avec une prudence conditionnelle plus importante. L'indépendance des administrateurs (Ahmed et Duellman, 2007), plutôt que la séparation des fonctions de PDG ou la taille du CA, est le facteur le plus significatif. Outre le contrôle des investissements, cette demande de prudence émanant du système de gouvernance se formalise et s'explique aussi par la nécessité de dissuader les manipulations de résultats (Caskey et Laux, 2017). Au total, le caractère dynamique et réciproque de la relation rend difficile la formulation d'hypothèses en sens unique sans tenir compte de l'endogénéité. Garcia Lara *et al.* (2009) confortent la contribution positive du conservatisme conditionnel à la gouvernance en tenant compte de cette particularité des caractéristiques de la gouvernance. Les bénéfices réciproques de la gouvernance et de la prudence s'élargissent à la responsabilité sociale des entreprises (RSE). La prudence en régulant les risques de transferts de richesses abusifs (Francis *et al.* 2013) et en adressant l'information sur le risque de perte est positivement associée à la RSE (Anagnostopoulou *et al.* 2020 ; Guo *et al.* 2020).

Tableau 1: Prudence et gouvernance

Auteurs	Sujet	Echantillon	Principal apport
Bushman <i>et al.</i> (2004)	Gouvernance, complexité et information comptable	États-Unis, 1994 – 2007	Les mécanismes de gouvernance se renforcent en réaction à l'opacité informationnelle, le manque de prudence augmente la demande pour des dispositifs de gouvernance renforcés. Prudence et gouvernance se substituent.
Beekes <i>et al.</i> (2004)	Prudence et caractéristiques des CA	Royaume-Uni 1993-1995	La reconnaissance anticipée des pertes augmente avec l'indépendance des administrateurs.
Ahmed <i>et Duellman</i> (2007)	Prudence et caractéristiques des CA	États-Unis 1999 – 2001	La prudence est associée à un degré d'indépendance du CA plus élevé et s'accroît à mesure que la part des administrateurs dans le capital augmente. La taille du CA, la séparation des fonctions de PDG et la présence d'investisseurs institutionnels n'est pas significative.
Lim (2011)	Prudence et caractéristiques des CA	Australie 1998-2002	Aucune caractéristique de gouvernance testée n'est associée à une demande de prudence.
Garcia Lara <i>et al.</i> (2009)	Quel est le sens de la relation entre gouvernance et prudence ? Quelle est l'interaction entre gestion des résultats et prudence ?	États-Unis 1992-2003	La gouvernance est à l'origine de la demande de conservatisme. Plus les mécanismes de gouvernance sont efficaces plus le niveau de prudence est élevé. Celui-ci se réalise par l'utilisation important d' <i>accruals</i> discrétionnaires.
Foroghi <i>et al.</i> (2013)	Efficacité de la gouvernance et incidence sur la prudence	Iran 2002-2011	Des mécanismes forts de gouvernance se substituent à la prudence
Amran <i>et al.</i> (2014)	Indépendance du CA et prudence	Malaisie 2000-2012	Une indépendance plus élevée du C.A n'est pas associée à un degré de prudence plus important

1.4] La demande de prudence du principal

La littérature des modèles d'agence étudiant les effets d'un système comptable prudent - établi dans un objectif de reddition des comptes - nous aide à comprendre les conditions sous-jacentes pour lesquelles une demande de prudence émane de la part du principal. Ces modèles nous aident ainsi à identifier les bénéfices que la prudence génère dans le cadre de la détermination des contrats de rémunération.

1.4.1 La prudence, solution anti-gestion des résultats ?

La prudence comptable est considérée comme un moyen de compenser le risque d'opportunisme des dirigeants. La prudence empêche les dirigeants d'accroître les résultats de l'entreprise et leur rémunération lorsque celle-ci dépend des nombres comptables (Watts, 2003). Cette affirmation doit être quelque peu nuancée car, la demande de prudence comptable émane du principal même en l'absence de biais de reporting de la part de l'agent dans le système comptable. Elle apparaît spontanément dès lors que la performance fondamentale de la firme n'est pas directement observable pour le principal et lorsque le système comptable constitue une mesure imparfaite, uni-dimensionnelle de cette performance (Kwon *et al.* 2001, Dechow *et al.* 2010). La prudence, en tant que principe de mesure, introduit une transformation dans la distribution des probabilités de *reporting*, rendant plus difficile la reconnaissance d'un résultat élevé sous un seuil de probabilité sélectionné par le principal (ou le normalisateur le cas échéant). L'absence de participation des dirigeants aux pertes de l'entreprise est alors une condition nécessaire pour que s'exprime une demande pour un système conservateur¹¹. En effet, l'existence d'une clause de passif limité rend la distribution des pertes impertinente dans le choix de l'effort du dirigeant, à moins qu'une demande pour une telle information ne s'exprime. Dans une configuration sans biais opportuniste, le bénéfice recherché de la prudence conditionnelle correspond à une réduction de l'erreur de mesure dans le cas où la performance fondamentale est faible et à une incitation maximale pour l'agent, réduisant les coûts d'agence de type I. Une meilleure incitation à l'effort est possible lorsque la rémunération du dirigeant dépend davantage d'indicateurs de résultats plutôt que de trésorerie : dans un tel contexte, la prudence conditionnelle accroît la sensibilité de la rémunération des dirigeants aux résultats (Iyengar et Zampelli, 2010 ; Iwasaki *et al.* 2018). Dans un contexte intertemporel, la prudence conditionnelle engage le principal et l'agent dans une relation d'avenir dans laquelle la rémunération des deux parties est différée, réduisant le risque d'aléa moral et le besoin pour le principal de même en place une rémunération incitative trop coûteuse (Glover et Xue, 2023). Les bénéfices de la prudence conditionnelle suggérés par la littérature des modèles d'agence sont alors relativement bien vérifiés empiriquement. Aux États-Unis, les dispositifs complexifiant les poursuites devant les tribunaux des actionnaires contre les dirigeants, mis en place dans 23 états depuis la fin des années 80 et connus sous le nom de « *universal demand laws* », ont abouti à une baisse de la prudence conditionnelle (Chen *et al.* 2021) : l'affaiblissement de la protection des actionnaires génère un désalignement des intérêts entre actionnaires et dirigeants, à l'origine de la baisse de la prudence. Plus loin, Ewert et Wagenhofer (2020) introduisent l'effort investi du dirigeant dans la qualité du système d'*accruals* pour améliorer l'efficacité du contrôle interne. L'imposition d'un seuil de prudence élevé par le

¹¹ En opposition à un système neutre ou libéral.

principal diminue l'incitation du dirigeant à l'effort productif – la rémunération variable diminuant mécaniquement – au profit d'un investissement dans la capacité du système d'*accruals* à refléter plus précisément la performance fondamentale de l'entreprise. Par ailleurs, Chen *et al.* (2007) montreront formellement que la prudence réduit le risque de gestion du résultat à la hausse par le dirigeant. Les bénéfices de la prudence dans le contrôle de l'action des dirigeants sont relativement bien vérifiés dans de récents travaux.

La question de la relation entre discrétion et prudence s'avère plus subtile dans un contexte de communication volontaire. Considérant le risque de décision sous-optimale de l'agent (coût d'agence de type II), Lin (2006) montre que le choix de méthodes comptables prudentielles peut être adopté par l'agent pour communiquer de façon crédible la qualité des projets d'investissement. Les normes comptables, en réduisant les marges discrétionnaires de l'agent, peuvent obstruer sa capacité à communiquer son information privée sur la performance et la qualité des investissements. Discrétion comptable et prudence vont alors de pair sans relever d'un comportement opportuniste du dirigeant, bien que le risque de classer celle-ci comme une forme de gestion du résultat soit grand (cf.2.2.2). La prudence apparaît alors comme un substitut efficace et crédible à une forme de communication plus directe. Son utilisation a un coût pour le dirigeant dont la rémunération, fondée sur la profitabilité de l'investissement, se matérialise à l'échéance. Le dirigeant peut alors véhiculer son information privée sur les perspectives d'investissement par ce moyen. Tout autre canal de communication – en raison d'un manque de vérifiabilité suffisant – n'est pas un support favorisant l'évaluation confiante des projets d'investissement : aussi, l'opposition entre incitations et normes trouve-t-elle un enjeu en matière de prudence.

Pour conclure, il est important de dissocier les différents bénéfices associés à la prudence dans la cadre de situations d'agence. Si le premier bénéfice résulte dans la réduction du risque de l'erreur de mesure à la hausse du reporting, le second, à distinguer, consiste en la réduction de la gestion du résultat par les *accruals*. Parallèlement, les travaux en matière de publication volontaire montrent que si la prudence est exercée de façon discrétionnaire pour réduire le résultat, elle ne s'interprète pas nécessairement comme la manifestation d'un opportunisme managérial. En effet, elle peut aussi, pour signaler son information privée, s'interpréter comme un coût supporté par le dirigeant (ou parce que les normes comptables sont inadéquates à révéler cette information). Nous verrons dans la seconde section que la convergence de prédiction dans les cas de recours à la prudence dans le contexte de pratiques de *big bath accounting* rend difficile de conclure sur la question du coût ou bénéfice de la prudence en matière de gestion du résultat, ce, en raison de la difficulté à identifier les motivations qui y président. Conjuguée avec le manque de travaux empiriques sur les interactions entre gestion du résultat et prudence, cette question demeure encore en suspens dans la recherche.

1.4.2 D'une approche « *stewardship*¹² » à une perspective d'évaluation

En contraste à une approche *stewardship* ou contractuelle, la relation entre prudence et gestion du résultat apparaît plus complexe dès lors que les nombres comptables sont aussi utilisés à des fins d'évaluation pour les investisseurs. Cette perspective, introduite plus tardivement dans les travaux empiriques, est davantage en adéquation avec le paradigme qui sous-tend les cadres conceptuels internationaux. Chen *et al.* (2007) analysent formellement une telle configuration où la volonté des actionnaires de maximiser le prix de la firme mène à une gestion du résultat inefficente en raison des anticipations rationnelles des investisseurs extérieurs. Dans une telle situation, l'imposition de la prudence par un normalisateur est susceptible de fournir un meilleur équilibre entre objectif d'évaluation et objectif de *stewardship* en diminuant les coûts d'agence associés. Le bénéfice marginal, c'est-à-dire l'augmentation dans la probabilité de reporter un résultat favorable lorsque la performance fondamentale est faible, en ressort diminué.

Pour conclure, les contrats de dette sont plus efficaces et aident à fournir un meilleur contrôle sur les décisions d'investissements. La portée de ces résultats s'étend à des contextes d'investissements particuliers comme les fusions, acquisitions et LBO. La prudence conditionnelle s'accroît à mesure que l'effet de levier s'élève. Les études mises en œuvre sous l'explication contractuelle tendent ainsi à promouvoir l'utilité d'un jugement prudent du comptable mais laissent peu de place aux travaux sur les coûts et bénéfices de la prudence au bilan, associée aux réserves cachées. Aussi, avant de discuter des travaux relatifs aux marchés financiers, nous abordons la relation entre prudence conditionnelle et inconditionnelle qui s'avère déterminante pour comprendre l'identification actuelle des coûts et bénéfices de la prudence. Dans la mesure où notre étude révèle un manque significatif de travaux empiriques sur la prudence inconditionnelle (voir aussi, Ruch et Taylor, 2015) depuis le milieu des années 2000, nous prolongeons le constat en enquêtant sur les raisons de ce désaveu. Il nous paraît judicieux de situer la source dans les résultats de synthèse sur les diverses explications traditionnelles¹³ de la prudence (Watts, 2003) : nous en discutons avant d'aborder le rôle de la prudence dans une perspective d'évaluation pour les marchés de capitaux.

12 S'entend dans une logique de « rendre des comptes » et de contrôle de l'action des dirigeants.

13 A savoir l'explication contractuelle, l'explication légale.

2] De l'approche contractuelle au rôle informationnel de la prudence comptable

2.1] Perspectives et implications de la relation entre prudence conditionnelle et inconditionnelle

L'explication contractuelle de la prudence (conditionnelle) consacre peu d'intérêt à la prudence inconditionnelle, source d'un biais mécanique à la baisse sur la valeur comptable de l'entreprise, lequel est rationnellement anticipé et corrigé par les parties prenantes. La relation entre les deux formes de prudence constitue une question importante sur le plan de l'arbitrage coût/bénéfice dès lors que la littérature démontre clairement une relation négative entre les deux et que les facteurs explicatifs peuvent être distincts.

2.1.1 De la relation entre prudence conditionnelle et inconditionnelle et ses conséquences

De nos précédents développements, il résulte un caractère désirable de la prudence définie comme le jugement du comptable privilégiant les pertes sur les gains. Cette forme de prudence bénéficie aux termes des contrats de dette à l'accès au financement, à l'amélioration de l'efficacité des décisions d'investissement, à l'efficacité de la gouvernance et au choix d'une structure de financement. Notons que les études précédant la dichotomie et l'identification des deux formes de prudence, au milieu des années 2000, pouvaient tester alternativement leurs hypothèses en utilisant des mesures qui relèvent de ces deux formes sans explication théorique distincte. Par exemple, Ahmed *et al.* (2002) utilisent le *market-to-book ratio* (MTB) pour appréhender la prudence et tester ses effets sur les taux d'intérêts des contrats de prêt. Toutefois, les premiers travaux positifs sur la prudence, orientés sur des comparaisons internationales, documentent une corrélation négative entre les deux mesures (Pope et Walker, 1999 ; Ball *et al.* 2000 ; Givoly et Hayn, 2000 ; Gineer et Rees, 2001). Plus spécifiquement, la mesure de la prudence conditionnelle par la régression inversée de Basu et la mesure de la prudence inconditionnelle par le MTB ratio présentent une corrélation négative. Deux interprétations ont été fournies par la littérature. 1/ On peut y voir un arbitrage entre les deux formes de prudence, opposant la prudence présente au bilan et celle exercée par le jugement du comptable manifesté dans le résultat. À ce stade, considérant le fort support empirique pour les bénéfices associés à la prudence conditionnelle, il s'ensuit que la prudence au bilan est rarement associée à ces bénéfices et devient au mieux neutre, au pire indésirable. 2/ Certains auteurs y voient une preuve des biais et erreurs présents dans la mesure Basu (Givoly *et al.* 2007). Un support empirique et théorique à la première interprétation, suivant l'approche contractuelle, est fourni par Pae *et al.* (2003). Sur un échantillon

entre 1970 et 2001, ils constatent que l'augmentation de la prudence au résultat est plus élevée lorsque le ratio MTB est faible. Selon les auteurs la relation négative entre ces deux formes de prudence et mesures est compatible avec les explications traditionnelles de Watts (2003). Sur le plan de la rémunération des dirigeants, un MTB ratio faible, associé à de faibles opportunités de croissance fournit des incitations à accroître les résultats générant une demande plus élevée de prudence dans le résultat. Pour les créanciers, un faible MTB ratio constitue un risque de défaut plus élevé, résultant en une élévation de la demande de prudence conditionnelle pour renforcer les seuils contractuels et contraindre la distribution de dividendes. Sur le risque légal, un faible MTB ratio est associé à une probabilité plus élevée de surestimation des résultats, ce qui accroît l'exposition au litige en cas de résultats moindres dans le futur. Pour autant, il est difficile d'y voir une validation forte des explications traditionnelles de la prudence dans la mesure où cette relation s'explique aussi par des liens purement mécaniques (Beaver et Ryan, 2005). La sous-estimation des valeurs au bilan, relevant à la fois de la question de la convention d'évaluation, mais aussi du périmètre de reconnaissance de l'actif séparable, exerce un rôle préemptif sur la prudence au résultat. Roychowdury et Watts (2007) considèrent que les opportunités de croissance représentent une portion de la valeur de l'entreprise qui n'est pas associée à la mesure de la prudence au bilan. Au regard de ces considérations, la relation négative entre les formes de prudence est considérée comme un acquis dans la littérature. La capacité à mesurer distinctement les deux formes de prudence devient alors cruciale afin de leur assigner les coûts et bénéfices respectifs. Si la relation négative entre ces deux mesures ne constitue pas une preuve d'erreur et de biais des mesures de prudence, la mesure Basu a toutefois fait l'objet d'amples débats méthodologiques que nous écartons du cadre de cette revue. Nous constatons néanmoins qu'à percevoir la prudence au bilan comme un obstacle à l'exercice du jugement prudentiel du comptable, la recherche s'est massivement détournée de son étude pour se concentrer sur la reconnaissance asymétrique des pertes au résultat. En témoigne, sur notre échantillon de 117 études empiriques entre 1997 et 2025, un recours massif à la mesure Basu (cf. Tableau 2) dans les études empiriques, tandis que les travaux impliquant une mesure de la prudence appuyée sur le bilan sont majoritairement présents avant 2005. Quelques rares études récentes sur la prudence inconditionnelle tendent à valider la perspective selon laquelle la prudence inconditionnelle est exclusivement associée à un coût en termes de comparabilité, tandis que la prudence conditionnelle améliorerait la comparabilité (Salehi *et al.* 2025).

Tableau 2 : Taux d'utilisation des mesures utilisées pour la prudence

Proxys pour la prudence	Type de mesure	Pourcentage d'utilisation
Mesure « locale » (dépenses de R & D, Stocks, Clients...)	Bilan	3,42%
Régression inversée (Basu, 1997 ; Roychodhury et Watts, 2007 ; Bushman <i>et al.</i> 2011)	Résultat	58,97%
Score de conservatisme (Khan et Watts, 2009)	Résultat	20,51%
<i>Skewness</i> des résultats (Givoly et Hayn, 2000)	Résultat	14,53%
<i>Market to Book Ratio</i> (Beaver et Ryan, 2000)	Bilan	24,79%
<i>Accruals</i> non opérationnels accumulés (Givoly et Hayn, 2000)	Bilan	19,66%
Temporalité des résultats (Bushman, 2004)	Résultat	2,56%
Reconnaissance asymétrique utilisant les <i>accruals</i> (Ball et Shivakumar, 2005)	Résultat	10,26%
Ratio de conservatisme (Callen <i>et al.</i> 2010)	Résultat	5,13%
Special Items (Vasvari, 2006)	Résultat	1,71%
Loss Avoidance (Burgstaler et Dichev, 1997)	Résultat	1,71%
Aggressivités des résultats (Ball <i>et al.</i> , 2000) et modèle d' <i>accruals</i> discrétionnaires	Résultat	5,98%
Score de mesure des réserves cachées (Penman et Zhang, 2002)	Bilan	8,55%

Ce constat est renforcé par trois arguments. 1/ Les études sur l'approche contractuelle valident fortement de nombreux bénéfices associés à la prudence conditionnelle. 2/ Il y a peu de place à une utilité pour le conservatisme au bilan dans l'explication contractuelle : le biais introduit par une sous-estimation systématique de la valeur de l'entreprise est rationnellement anticipé par les parties au contrat et corrigé dans les dispositions contractuelles. 3/ Les travaux de synthèse sur les explications de la prudence à partir du milieu des années 2000 tendent à associer distinctement les explications aux formes de prudence, confortant l'idée d'un panachage possible sur le plan normatif. Ce dont nous discutons dans la partie suivante.

2.1.2 Construire une synthèse des explications traditionnelles : vers le rejet de la prudence inconditionnelle ?

Dans la deuxième moitié des années 2000, une vague de travaux visant à identifier l'importance relative des différentes explications de la prudence nous offre un angle pour mieux appréhender la dichotomie. En premier lieu, Qiang (2003) conçoit une recherche qui mesure le niveau de prudence considéré comme *self-imposed* et fournit ainsi une première tentative pour mesurer l'effet marginal de

la prudence sans dissocier les deux mesures. L'étude confirme l'effet désincitatif de la gestion des résultats des différentes incitations à l'origine de la prudence : réduction du coût du capital, réduction des coûts associés à l'exposition légale, barrières à l'entrée sur le marché et perte de transparence à l'égard des concurrents, rémunération des dirigeants, risque de violation des seuils contractuels et réduction des coûts politiques. Plus tard, les travaux de Qiang (2007) et Garcia Lara *et al.* (2009) sont amenés à dissocier les deux formes de prudence. La prudence conditionnelle apparaît exclusivement associée aux forces contractuelles (voir aussi Ball et Shivakumar, 2005 p.90 ; Bauwhede *et al.* 2007) alors que l'explication légale est associée aux deux formes de prudence. Toutefois, les études diffèrent sur un point. L'étude de Qiang découvre que les forces de régulation et la fiscalité génèrent exclusivement une demande de prudence inconditionnelle là où l'étude de Garcia Lara *et al.* (2009) associe un rôle aux deux formes de prudence dans ces explications. Selon l'interprétation des auteurs, la prudence conditionnelle en transférant des pertes dans le temps présente un intérêt fiscal lorsque les changements de règles fiscales sont anticipés par les entreprises. Aussi longtemps que la prudence inconditionnelle est exclusivement associée aux besoins contractuels, combiné à l'interaction négative avec la prudence conditionnelle, il existe un arbitrage entre l'utilité contractuelle des nombres comptables et les autres forces générant une demande de prudence. Dans un optique d'analyser les forces qui influencent la prudence dans le *reporting* financier, Ball *et al.* (2008) démontrent, sur un échantillon de 22 pays (1992-2003), qu'au sein du cadre contractuel, la demande de prudence est principalement guidée par les marchés de dette en opposition aux marchés de capitaux. Le besoin de prudence inconditionnelle pour l'efficacité des contrats de dette n'est pas nécessaire (Sunder *et al.* 2018). Dans le cas des US, la preuve est pertinente avec les études renseignant la croissance des marchés de la dette, syndiquée (Wittenberg et Moerman, 2008) ou non (Gomes et Phillips, 2012) au cours des deux décennies.

Si ces travaux de synthèse ne permettent pas de conclure complètement à un panachage possible entre les deux formes de prudence et les diverses explications issues des propositions de Watts (2003), ils ont fortement contribué à renforcer le désintérêt pour les mesures bilantielles de la prudence si on exclut les aspects méthodologiques. Deux remarques vis-à-vis de ce constat peuvent être faites. Premièrement, le désintérêt suscité autour de la prudence inconditionnelle s'élève principalement par l'intermédiaire de la théorie contractuelle : les effets sont ainsi centrés, empiriquement, sur les seuils contractuels et les contrats de rémunération en négligeant les effets informationnels directs (Lafonds et Watts, 2008). La nécessité d'un cadre incluant de meilleures considérations sur les effets informationnels de la prudence, particulièrement pour les marchés de capitaux, parût nécessaire. Deuxièmement, en dehors de l'approche *stewardship*, les effets négatifs associés à la prudence inconditionnelle dans une perspective d'évaluation, notamment à travers la moindre persistance des

résultats, proviennent exclusivement, à ce stade, de l'étude de Penman et Zhang (2002). La question des coûts et bénéfices de ces deux formes de conservatisme doit-elle être également adressée dans le cadre de l'utilité des nombres comptables pour l'évaluation. À ce propos, nous verrons que la recherche empirique récente sur l'utilité informationnelle du conservatisme nous amène à fortement nuancer le paradoxe apparent entre *stewardship* et évaluation autour de la question de la prudence.

2.2] La prudence en interaction avec les autres qualités de l'information comptable

La question des coûts associés à la prudence comptable dans une perspective d'évaluation peut être étudiée au travers de l'interaction qui existe entre celle-ci et les autres propriétés statistiques des résultats qui, elles, sont associées à la pertinence de l'information. Nous retenons en particulier la persistance des résultats et la *value relevance* d'une part, et la gestion des résultats d'autre part pour discuter de ces interactions. À ce sujet, deux littératures récentes sur la façon dont les analystes financiers incorporent la prudence dans leurs prévisions et les études sur les indicateurs alternatifs de performance¹⁴ (IAP) sont susceptibles de nous éclairer sur son caractère nuisible ou non pour l'évaluation.

2.2.1 Prudence, persistance des résultats et *value relevance*

Les comparaisons internationales et études longitudinales sur une longue période renseignent une augmentation de la prudence comptable jusqu'à la fin des années 1990. Par exemple, l'étude de Givoly et Hayn (2002) démontre une diminution du *skewness* de la distribution des résultats sur la période 1968-1998 aux États-Unis tandis que la distribution des flux de trésorerie demeure relativement stable. Parallèlement les travaux sur la *value relevance* témoignent de son déclin sur une période comparable (Collins *et al.* 1997 ; Francis et Schipper, 1999). Enfin, la *value relevance* des indicateurs alternatifs de performance (IAP) s'est accrue (Landsman et Maydew, 2002 ; Collins *et al.* 1997, 2009). Ces constats permettent-ils de conclure à une relation négative entre contenu informationnel des résultats et prudence ? Penman et Zhang (2002), approchant le conservatisme par le calcul des réserves cachées, démontrent que celui-ci interfère bien avec la persistance des résultats, bien que le score proposé mesurant les réserves cachées soit incomplet. La prudence inconditionnelle favoriserait une forme de gestion réelle des résultats en influençant la temporalité (opportunisme) des investissements. Nous ne recensons aucune étude empirique étudiant cette relation suggérée entre prudence inconditionnelle et gestion réelle du résultat par le pilotage des investissements. Toutefois, Dichev et Tang (2008) montrent analytiquement et empiriquement sur un échantillon de 1000 firmes

14 Plus communément appelés « *street earnings* » ou « *non-gaap earnings* ».

États-Unis (1967-2003) qu'un faible rattachement des produits aux charges résulte en une plus grande variance des résultats. La prudence conditionnelle qui par définition détériore la qualité de cette association, génère donc une plus faible persistance des résultats. Chen *et al.* (2014) testent et vérifient ces relations entre les deux formes prudence et la *value relevance* sur une période de 12 ans. Toutefois, l'effet défavorable de la prudence inconditionnelle sur la persistance des résultats apparaît plus réduit que celui causé par la reconnaissance asymétrique des pertes.

À partir de ces arguments, il devient ardu d'imputer la responsabilité du déclin de la *value relevance* aux États-Unis à la prudence inconditionnelle (Balachandran et Mohanram, 2011). La relation théorique entre *value relevance*, prudence conditionnelle et prudence inconditionnelle requiert une clarification. En effet, le déclin de la *value relevance* est souvent expliqué par la croissance des frais de R & D et la part de plus en plus prépondérante des opportunités de croissance (Lev et Zarrowin, 1999 ; Francis et Schipper, 1999). Ces explications sont profondément reliées à notre mesure de la prudence au bilan puisque celle-ci est délimitée par la frontière des actifs identifiables et séparables d'une firme (Roychowdhury et Watts, 2007) mais n'intègre pas l'écart d'acquisition. Cette délimitation n'est pas sans conséquences, la porosité entre les actifs identifiables et non identifiables et les marges d'évaluation existantes lors de l'allocation du prix de transaction (Shalev, 2009) est à l'origine d'une forme d'opportunisme managérial (Shalev *et al.* 2013) qui n'est pas sans effets secondaires sur nos mesures de la prudence. Les auteurs montrent que l'incitation à surestimer l'écart d'acquisition, en raison de la faculté des entreprises à limiter les dépréciations en résultat de celui-ci (méthode des unités génératrices de trésorerie) aboutit à une sous-estimation de l'écart d'évaluation. Les mesures de prudence au bilan, au résultat et la connexion identifiée entre les deux sont alors susceptibles d'être biaisées (la prudence au bilan est sous-estimée dans les comptes consolidés) par cette forme d'opportunisme managérial. Ce n'est pas encore documenté dans la littérature sur la prudence. D'autres travaux exhibent une relation positive entre le conservatisme conditionnel et *value relevance* : la prudence, en étouffant la gestion des résultats est ainsi susceptible d'en améliorer le contenu informationnel. Sur un échantillon de 20 pays entre 1993 et 2004, Brown *et al.* (2006) confirment une relation positive entre prudence et *value relevance*. Ces résultats sont dépendants des facteurs institutionnels et notamment des indices de protection des investisseurs (voir aussi Bushman et Piotrosky, 2006). Par exemple, dans le cas grec, un pays où le recours à la prudence pour des motivations fiscales et des coûts de litiges est élevé, une relation non-linéaire entre prudence conditionnelle et *value relevance* est identifiée (Kousenidis *et al.* 2009). L'association devient négative pour des niveaux élevés de prudence. Une prudence modérée améliore toutefois la pertinence de l'information. Dans un contexte post-crise financière en Amérique du Nord (U.S GAAP) et dans l'U.E (IFRS), un accroissement du niveau de prudence dans les résultats après la crise

est détecté (Thijssen et Iatridis, 2016). Toutefois l'augmentation de la *value-relevance* n'est pas significative dans l'U.E, tandis qu'elle diminue aux États-Unis. Il résulte de ces études que le paradoxe apparent entre prudence et pertinence de l'information doit être nuancé par l'identification du rôle des facteurs institutionnels et de régulation dans cette association, ce qui constitue une piste de recherche à poursuivre pour conclure sur la question coût/bénéfice du conservatisme sur le sujet.

La littérature sur les IAP est susceptible de nous éclairer sur cette impasse. La comparaison des propriétés des résultats comptables avec celle des IAP fournit des perspectives prometteuses à travers l'arbitrage entre fiabilité et pertinence pour les investisseurs. En effet, Kothari *et al.* (2010) discutent de l'idée selon laquelle les utilisateurs pourraient privilégier la perspective contractuelle à la perspective d'évaluation des nombres comptables tandis que les IAP répondraient aux besoins d'évaluation.. Les propriétés prudentielles des résultats comptables auraient plus d'utilité pour les utilisateurs que celles à des fins d'évaluation, si l'on accepte temporairement l'idée d'un arbitrage sur la question de la prudence. Dans la mesure où la communication des IAP est un moyen pour les entreprises de résoudre ce paradoxe « un outil/deux finalités », la comparaison des propriétés des résultats comptables aux IAP permet potentiellement de fournir des preuves claires sur la relation entre les attributs de l'information comptable. Dans cette optique, Ribero *et al.* (2019), dans le cas australien (2000-2014), déterminent que les résultats comptables présentent un niveau plus élevé de prudence que dans les IAP. Des résultats similaires sont confirmés sur les données US pour la période 1995-2009 (Heflin *et al.* 2015). Par ailleurs, les études sur les IAP étayent très largement une meilleure *value relevance* et persistance des IAP (Bradshaw *et al.* 2002 ; Landsman et Maydew, 2002 ; Collins *et al.* 2009). Ces travaux s'opposent indirectement aux études ayant mis à jour une relation positive avec la prudence conditionnelle. Une explication à cette opposition dans les conclusions pourrait reposer sur la relation entre la prudence au bilan et la *value relevance*. Toutefois, il y a un manque très significatif d'études impliquant cette forme de prudence pour les raisons déjà invoquées. Il s'ensuit alors une difficulté à poursuivre notre analyse coûts/bénéfice sur le cas de la *value relevance*. Sur le plan normatif toutefois, ces résultats confirment la préférence des utilisateurs pour un usage contractuel des nombres comptables comme affirmé par Khotari *et al.* (2010).

Une autre piste à considérer pour rechercher une validation des avantages informationnels de la prudence pour l'investisseur en actions serait la prise en compte du rôle des prévisions des analystes et le comportement de ceux-ci à l'égard de la prudence historiquement incorporée aux nombres comptables. Plusieurs auteurs confirment la présence d'une demande de prudence à l'égard des analystes financiers pour compenser le naturel ton haussier de leurs prévisions. L'incorporation anticipée des pertes dans les prévisions diminuerait la probabilité de mauvaises nouvelles surprises

et de surréaction de marché tandis qu'une faible information sur les pertes potentielles exerce un rôle négatif (Kim et Pevzner, 2010). Hugon et Muslu (2010) distinguent les analystes financiers en fonction du niveau de prudence incorporé dans leurs prévisions et montrent que le marché réagit davantage aux prévisions des analystes financiers prudents. L'erreur de prévision des résultats de ces analystes est plus faible. Une demande de modération dans leurs prévisions existe alors, en particulier de la part des investisseurs institutionnels. Les résultats sont probants lorsque l'on confronte le degré de reconnaissance asymétrique des pertes des données comptables avec celui des prévisions (Jung *et al.* 2017). Les analystes financiers expérimentés qui représentent des fonds de taille significative sont particulièrement concernés par une meilleure incorporation de la prudence et une plus faible erreur de prévision (Kim *et al.* 2019). La prudence apparaît alors comme une caractéristique de choix pour évaluer l'expertise d'un analyste. Si ces résultats tiennent pour une fraction d'analystes « prudents », la capacité de l'analyste financier « moyen » à mesurer toutes les implications de la prudence incorporée aux données historiques pour leurs prévisions de résultats demeure mitigée empiriquement. La relation négative entre MTB (prudence *ex ante*) et prudence conditionnelle (*ex post*) serait mal assimilée par ces dernières et explique significativement les erreurs de prévisions (Pae et Thornton, 2010 ; Kim *et al.* 2019). Les firmes avec de faibles MTB ratio en début d'exercice ou qui connaissent des variations importantes dans la prudence au bilan sont davantage concernées car l'ampleur de la prudence *ex post* est alors sous-estimée. À l'inverse Sohn (2012) confirme la rationalité des analystes financiers à l'égard de la prudence et montre que l'erreur de prévision est d'autant plus faible que la prudence dans les comptes est élevée. Dans l'ensemble, on peut déduire que la prudence, du point de vue des prévisions des analystes comme de la demande de l'investisseur à leur égard est une caractéristique recherchée ce qui ne remet pas en cause le bénéfice informationnel.

La dichotomie rapide entre l'objectif d'évaluation et l'objectif contractuel des nombres comptables autour de la question de la prudence devient plus difficile à accepter à la lueur de ces travaux. Les conséquences normatives sont naturellement importantes. Ces derniers nous amènent à souligner un besoin important d'études sur la prudence inconditionnelle, dans la mesure où elles pourraient résoudre la contradiction de certains résultats, mais aussi parce qu'il est difficile de conclure sur la question de son arbitrage coût/bénéfice. L'étude de Penman et Zhang (2002) dénonce la prudence parce qu'elle fournit au dirigeant un moyen de construire une gestion réelle du résultat en pilotant les investissements, ce qui a pour résultat une plus faible persistance des résultats et *value-relevance*. Toutefois leur définition de la prudence et leur raisonnement ne prévalent que pour la prudence incorporée au bilan. Cette question du mutisme de la recherche académique autour de cette forme de prudence a déjà été mentionnée dans de précédentes revues sur le sujet (Ruch et Taylor, 2015 ; Mora et Walker, 2015). Parallèlement, les preuves des effets négatifs de la prudence conditionnelle sur la

persistance des résultats sont bien établies. Les deux lignées de travaux ne sont pour autant pas incompatibles dans la mesure où la *value relevance* implique à la fois les résultats comptables et les valeurs du bilan. Ainsi, une autre voie pour éclairer la question des coûts et bénéfices de la prudence dans une perspective d'évaluation nécessite d'aborder notre compréhension de la relation réciproque entre gestion réelle du résultat et prudence : elle implique également les effets de la prudence au bilan en particulier en référence égards aux travaux de Shalev (2009) et Shalev *et al.* (2013).

2.2.2 Prudence, un outil de la gestion des résultats ?

Conceptuellement, la relation entre prudence et gestion du résultat est dans le cas général réciproque. En premier lieu, les normalisateurs perçoivent le biais à la baisse sur les nombres comptables et la liberté conférée en l'introduisant comme un moyen de gestion des résultats. Surestimer les pertes est un moyen d'augmenter les résultats ultérieurement et les transferts intertemporels de charges impactent alors davantage la persistance des résultats lorsque la prudence est utilisée de façon opportuniste. A l'extrême, la possibilité de constituer des réserves cachées accroît les pratiques du *big bath accounting*. Notons que ce raisonnement fut l'argument principal de l'IASB dans son projet de suppression de son cadre conceptuel au début des années 2010. La problématique du *big bath accounting* peut être appréhendée comme une hypothèse alternative aux travaux de recherche mettant en valeur les bénéfices informationnels de la prudence (Lafonds et Watts, 2008). La question du recours au *big bath accounting*, favorisé par la prudence, est exacerbée par la pratique de l'audit. Francis et Krishnan (1999) discutent de l'attention des auditeurs sur le risque de sur-estimation des profits tandis qu'ils sont moins exigeants envers les pratiques de diminution des résultats justifiées par le jugement prudentiel du comptable. La relation entre la pression des auditeurs et le conservatisme confortent cette idée (Basu *et al.* 2001 ; 2002). La prudence est une anticipation raisonnable du comportement du comptable qui rend difficile les poursuites légales sur le motif d'être trop prudent. Par ailleurs, nous avons vu précédemment que les travaux sur la théorie contractuelle soutiennent la thèse de la prudence comme un frein à la gestion du résultat (Qiang, 2003).

À cette problématique de la relation conceptuelle et technique entre gestion du résultat et prudence qui affecte notre préoccupation sur les coûts et bénéfices s'ajoute la question méthodologique. En effet, les modèles de détection de la gestion des résultats fondés sur le calcul des *accruals* anormaux, inspirés de Jones (1991) ou Dechow et Dichev (2002) ne prennent pas en compte la reconnaissance asymétrique des pertes et des profits ce qui peut engendrer des erreurs de mesure dans le calcul des *accruals* discrétionnaires. De fait, en cas de diminution des flux de trésorerie anticipés, les *accruals* réagissent plus rapidement et plus intensément qu'en cas d'augmentation de ces derniers. Or, la

prudence s'exerce principalement par le canal des *accruals* discrétionnaires (Garcia Lara, 2009), il existe alors un risque pour que l'exercice de la prudence se confonde avec le calcul des *accruals* anormaux dans un scénario d'incitation à la baisse du résultat renforçant à tort de potentielles conclusions sur les pratiques de *big bath*. Ball et Shivakumar (2006) proposent ainsi une transformation de ces modèles en incorporant les conséquences de la non-linéarité de la relation entre *accruals* et flux de trésorerie introduite par la prudence conditionnelle. Les conséquences inverses sont possibles, la non-prise en compte des *accruals* discrétionnaires dans la mesure du conservatisme comptable peut introduire un biais. À notre connaissance, seule l'étude de Garcia Lara *et al.* (2005) se préoccupe de filtrer cette « interférence » de la gestion des *accruals* dans la mesure du conservatisme conditionnel. Les études internationales (Leuz *et al.* 2003 par exemple) en révélant des disparités considérables dans les pratiques de management des résultats par les *accruals* accentuent ce problème méthodologique dans les comparaisons internationales. La portion du niveau de prudence pouvant être assimilée à une gestion du résultat ne devrait pas affecter les mesures de la prudence (Garcia Lara *et al.* 2005). Ils montrent que les mesures de prudence en France et en Allemagne sont considérablement affectées lorsque l'on tente cette séparation alors que les variations sont très faibles au Royaume-Uni. Un autre moyen d'éviter cet écueil est de mobiliser des mesures que nous qualifions de « locales », plutôt que des mesures agrégées s'attachant aux propriétés générales des *accruals*. Suivant cette idée, l'étude originale de Jackson et Liu (2010) fournit une preuve significative que les firmes utilisent sur une base régulière les marges discrétionnaires plus importantes conférées par la prudence pour diminuer davantage les résultats et constituer des réserves importantes dans le cas des créances douteuses. Sur la période 1980-2004 aux États-Unis, ces pratiques s'avèrent de plus en plus conservatrices sur ces postes. Les effets permissifs de la prudence sur les pratiques de *big bath accounting*, peuvent alors compenser les bénéfices, notamment contractuels. En dehors de cette étude, s'appuyant sur une mesure locale de la prudence, notre travail de recensement n'a pas mis à jour de travaux plus généraux sur la relation entre les mesures de prudence et le *big bath accounting*, ce qui constitue une voie d'exploration.

Pour conclure, déterminer si la portion manipulée des *accruals* doit être extraite afin de mesurer la prudence dans les études relève de la méthodologie mais s'avère aussi nécessaire pour clarifier la relation gestion du résultat-prudence. La notion même de prudence discrétionnaire constitue un pléonasme (Lawrence *et al.* 2013 ; Roychowdhury et Martin, 2013). Identifier quelle portion de la prudence est affectée par la gestion des *accruals* est aussi un défi. Les modèles d'*accruals* pourraient reporter une mesure biaisée en ne tenant pas compte des effets de la reconnaissance asymétrique des pertes et profits sur la non-linéarité des modèles d'*accruals*. Ces considérations méthodologiques sont significatives dans notre questionnement sur les coûts et bénéfices de la prudence, car les principaux

coûts associés dans la littérature mobilisent régulièrement des raisonnements qui impliquent directement la gestion du résultat. A cet endroit, le manque d'études empiriques sur la relation entre gestion du résultat par les *accruals* et prudence conditionnelle, constat auquel s'ajoutent les remarques précédentes sur la relation entre réserves cachées et pilotage des investissements jettent un trouble dans l'appréciation de l'arbitrage coût/bénéfice de la prudence.

2.3] Le rôle informationnel de la prudence : les bénéfices pour les marchés de capitaux

Les effets informationnels de la prudence, abordés exclusivement à travers la réduction du coût du capital, ont été étudiés dans une large variété de modèles : modèles d'évaluation d'actifs (Lambert *et al.* 2007 ; Penman et Zhang, 2020), modèles à générations imbriquées (Suij, 2008), modèles comptables *ad hoc* (Beyer, 2013) ou modèles de publication volontaire (Guay et Verrecchia, 2018). Les mécanismes à l'œuvre formellement identifiés entre prudence et coût du capital sont ensuite discutés (2.3.1) avant d'explorer la littérature empirique récente en lien avec les marchés financiers explorant les effets informationnels (2.3.2), parfois au-delà des seuls bénéfices en matière de coût du capital.

2.3.1 Sur la relation formelle entre prudence et coût du capital

Dans un cadre général, l'association entre le coût du capital et la qualité de l'information est bien acceptée depuis le modèle d'Easley et O'hara (2004). La réduction d'information entre investisseurs informés et non-informés permise par une amélioration de la précision de l'information comptable sur les flux de trésorerie futurs diminue le risque systémique. Lambert *et al.* (2007) élargissent les résultats dans un contexte où les flux de trésorerie entre les firmes sont corrélés. La qualité de l'information a un effet direct sur la qualité des anticipations de flux de trésorerie : la variance estimée des flux de trésorerie est réduite par une meilleure qualité de l'information. Une réduction du bruit dans le reporting financier réduit la covariance estimée des flux de trésorerie des firmes (même industrie, même marché...). Ces modèles fournissent un soutien général à la régulation de l'information plutôt que se fier à la capacité punitive des marchés. Lambert *et al.* (2011) généralisent leurs résultats dans un modèle multi-périodes avec des asymétries d'informations entre les investisseurs.

Le rôle spécifique de réducteur d'asymétries d'information de la prudence conditionnelle est formalisé en premier par Suij (2008) dans un modèle à générations imbriquées. La qualité du système d'information comptable affecte le partage des risques entre les investisseurs (voir aussi Chen *et al.*

2007). L'allocation du risque entre les générations d'investisseurs est rendue plus efficace par une meilleure connaissance de la distribution possible des pertes, ce qui accroît la valeur de l'entreprise. Une précision plus élevée sur les mauvaises nouvelles relativement aux bonnes est une caractéristique désirable du système comptable pour les investisseurs, car elle améliore directement la *value relevance* des nombres comptables. Ici, la qualité de l'information n'interagit pas avec les futurs flux de trésorerie et affecte directement les prix de marché. Dans une configuration de publication volontaire (Skinner, 1994), les conclusions sont similaires sur les effets de la prudence conditionnelle sur le coût du capital (Guay et Verrecchia, 2018). Dans la mesure où les dirigeants sont incités « spontanément » à publier des bonnes nouvelles invérifiables et à retenir les mauvaises nouvelles, une politique comptable prudentielle constitue une stratégie crédible *ex ante* susceptible de diminuer l'incertitude informationnelle. Cette stratégie de communication aboutit à une divulgation complète de la connaissance des dirigeants sur la distribution des résultats futurs de la firme.

Indépendamment de ces travaux, Beyer (2013) étudie les effets du conservatisme en opposition à la juste valeur sur la question de l'effet d'agrégation de l'information comptable sur le coût du capital et la capacité de financement des firmes. L'intuition est simple : la reconnaissance des gains potentiels accroît la perte d'information due au processus d'agrégation, autorisant ainsi une plus large compensation entre les gains et les pertes, plus réduite dans un régime conservateur. Le modèle permet de comprendre analytiquement les problématiques posées par l'existence de régimes comptables dotés de conventions d'évaluation mixte étudiées empiriquement par Beaver et Ryan (2009).

Les travaux formels sur la prudence suggèrent, dans un contexte d'incertitude informationnelle, que celle-ci accroît la pertinence de l'information et réduit le coût du capital en améliorant sa fiabilité et sa complétude. Cette lignée de travaux supporte difficilement l'opposition traditionnelle entre approche contractuelle (bénéfice) et approche d'évaluation (coût). La littérature empirique récente - bien que centrée exclusivement sur la prudence conditionnelle - confirme largement ces conclusions et tend ainsi à identifier d'autres pistes de recherche en lien avec les marchés financiers.

2.3.2 Prudence conditionnelle et marchés financiers

Lafonds et Watts (2008) s'extraient du cadre purement contractuel afin de tester directement les effets de la prudence sur le niveau d'asymétrie d'information sur les marchés financiers. Selon les auteurs, la réduction d'asymétrie d'information entre les investisseurs résulte de l'impossibilité de reconnaître les options de croissance, réduisant la capacité à gérer les résultats. Kim *et al.* (2013) confortent cette relation entre asymétrie d'information et prudence conditionnelle, et montrent, dans le contexte des augmentations de capital, que la disponibilité à payer des investisseurs va de pair avec un degré de prudence élevé.

Dans un premier temps, nous nous intéressons aux seules retombées sur le coût du capital. Trois canaux peuvent être identifiés dans la littérature empirique pour expliquer cet impact (Biddle *et al.* 2012). 1/ La prudence est un signal communicant l'information sur les pertes potentielles de la firme et améliorant l'appréciation de la valeur fondamentale de la firme. 2/ Formellement, la prudence est un substitut¹⁵ à la publication volontaire qui elle-même est associée à un coût du capital plus faible. Les entreprises réduisent la fréquence de leurs publications volontaires lorsque le choix de politique comptable est conservateur (Espinosa et Trombetta, 2007 ; Gietzman et Ireland, 2005). Autrement, le signal envoyé au marché est interprété comme redondant. De même, afin de limiter les effets négatifs sur le coût du capital, les politiques comptables agressives sont associées à une communication volontaire plus fréquente. Hui *et al.* (2009) montrent que à mesure que la prudence s'élève, la fréquence des annonces de prévisions de résultats diminue, car il devient difficile pour les dirigeants de publier volontairement uniquement les bonnes nouvelles. Les investisseurs peuvent évaluer la crédibilité d'une communication opportuniste par comparaison avec les rapports financiers établis sur des bases prudentes (Garcia Osma *et al.* 2022). Un écart significatif entre les prévisions communiquées et les nombres comptables établis selon des règles prudentielles accroît l'exposition au risque légal. Aussi, les biais de prévisions ne semblent pas être expliqués par des incitations opportunistes à biaiser à la hausse les prévisions de résultats des managers, bien que ces derniers ne semblent pas incorporer pleinement la prudence dans leurs prévisions de résultats (Sun et Xu, 2012). Signalons en complément une situation étudiée formellement par Laux et Laux (2024) dans laquelle la prudence conditionnelle génère un faux négatif et envoie un signal erroné de pertes potentielles futures aux investisseurs ou aux prêteurs. Dans ce cas, l'entreprise est incitée à accroître volontairement la quantité d'information communiquée en dehors du *reporting financier* obligatoire. L'objectif est de corriger l'appréciation erronée par les investisseurs de la performance future des projets de l'entreprise véhiculée dans le résultat. Aussi, le risque d'un faux négatif augmente lorsque les seuils de vérifiabilité des produits s'accroissent et que les seuils de reconnaissance des mauvaises

¹⁵ Cf. Gietzmann et Trombetta (2003) pour une démonstration formelle.

nouvelles diminuent. La confusion dans l'interprétation des signaux envoyés de la communication volontaire et de la communication obligatoire de l'entreprise s'accroissent. Les bénéfices de la prudence en matière de crédibilisation de la communication des dirigeants ont donc des limites. Ajoutons que les caractéristiques spécifiques à la firme associées à l'incertitude informationnelle, telles que la volatilité des résultats ou la longueur du cycle d'exploitation, expliquent davantage l'erreur de prévision qu'une motivation opportuniste. Si la relation de substitution entre communication volontaire et publication prudentes n'apparaît pas comme un bénéfice direct pour les firmes cotées, un régime comptable conservateur apparaît pertinent pour les firmes non-cotées dont l'exposition politique et les canaux de communications alternatifs sont plus limités¹⁶. Dans ce contexte, la prudence conditionnelle dans les normes comptables apparaît comme le seul moyen de limiter l'incertitude informationnelle sur les pertes potentielles.

3/ La prudence exerce un effet comportemental dissuasif sur les dirigeants, réduisant le risque d'opportunisme conformément à l'approche contractuelle. Celle-ci est associée à une meilleure perception du risque fondamental de la firme. En dehors des études de Francis *et al.* (2004) et Chan *et al.* (2009) qui présentent une relation positive entre coût du capital et reconnaissance asymétrique des pertes, de nombreuses études (post-SOX) dans des contextes disparates et mobilisant une large variété de mesures confortent l'effet informationnel de la prudence en matière de réduction du coût du capital (cf. Tableau 3). Les résultats suggèrent aussi un effet déterminant du système légal sur la relation entre prudence et coût du capital (Biddle *et al.* 2012 ; Li, 2015 ; Khalifa *et al.* 2019).

Des études empiriques récentes tendent à montrer que ces bénéfices ne sont pas limités à l'obtention d'un coût du capital plus faible. En contexte de crise financière, la prudence pourrait exercer un effet d'atténuation sur le déclin de l'investissement, la capacité à lever des fonds et les risques de sous-investissement (Balakrishnan *et al.* 2016). Les bénéfices informationnels de la prudence produisent globalement pour l'actionnaire une meilleure performance financière en période de crise (Francis *et al.* 2013). Toutefois, ce bénéfice associé à la crise n'est pas spécifiquement démontré dans la mesure où ces effets sur l'investissement sont vérifiés dans des contextes plus généraux (cf. partie 1.1.2). Pan (2017), dans le contexte des politiques économiques menant à l'expansion du crédit en Chine (2003-2014), associe également la prudence à une meilleure allocation des ressources en période de crise, de sorte que les firmes les plus prudentes bénéficient de moins de financements suite à un stimulus sur l'offre de crédit se situant déjà un à un niveau de financement et d'investissement optimal. La liquidité interbancaire et l'investissement en Chine ont en effet peu souffert de la crise. À l'inverse, un choc exogène de crédit tend à récompenser davantage, sous forme d'un meilleur accès au financement, les politiques comptables agressives, démultipliant alors les problèmes de sélection

16 Notons que certains auteurs (Kim et Pevzner, 2010) y voient ici une interprétation différente : la prudence limiterait la publication volontaire.

adverse. Aux États-Unis, l'impact économique de la crise financière étant conséquent, les politiques monétaires d'assouplissement financier accompagnant la crise financière de 2008 ont causé un relâchement de l'association entre prudence et dette, signe que les prêteurs ont diminué leurs exigences qualitatives en matière comptable dans l'accès au financement des entreprises suite au choc d'offre de crédit provoqué par la banque centrale (Zhang, 2020).

Par ailleurs, l'étude sur longue période (1964-2007, États-Unis) de Kim et Zhang (2016) montre que la probabilité d'effondrement des prix diminue avec le niveau de prudence. La diminution de la rétention d'informations négatives qui peut se former sur une période longue et qui est susceptible de générer une variation brutale des prix de marché est rendue plus difficile par la prudence. Le risque de variation est d'autant plus brutal que le marché est susceptible de sur-réagir face à la divulgation importante d'informations privées sur le risque des entreprises. L'argumentation est pertinente avec l'aptitude de la prudence à révéler pleinement le risque fondamental d'une firme. L'étude étend significativement les bénéfices associés aux marchés financiers et nécessite davantage de travaux empiriques afin d'en généraliser les résultats. D'autres pistes de recherche des coûts et bénéfices de la prudence peuvent être identifiés dans le contexte des crises économiques et financières, particulièrement à travers des études longitudinales. Par exemple, Vichitsarawong *et al.* (2010) découvrent une diminution de la prudence pendant la crise asiatique de 1997, les dirigeants étant tentés de diminuer les effets d'une crise avec une politique comptable plus agressive. Les auteurs observent en revanche que la prudence s'accroît significativement suite aux mesures de régulation post-crise. Des phénomènes similaires sont observés lors de la crise grecque de la fin des années 2000 bien qu'ils soient associés à une plus faible *value relevance* des nombres comptables en sortie de crise (Kousenidis *et al.* 2009).

Ces faits stylisés contrastent avec l'hypothèse de *big bath accounting* qui suggèrent que les firmes en crise, par exemple lors d'un changement de direction, surestiment leurs pertes afin d'enregistrer plus rapidement des bénéfices (Walsh *et al.* 1991). Fiechter et Meyer (2010), dans le cas particulier des banques discutent du recours important au *big bath accounting* en 2008. Bien que l'échantillon ne porte pas sur des entreprises non-financières, ces travaux pointent la nécessité de plus amples études sur la relation entre *big bath accounting* et prudence tout en intégrant les changements institutionnels et de régulation lors des crises. La rhétorique des normalisateurs internationaux sur les coûts de la prudence étant rattachée à cette pratique, le manque d'étude combinant ces deux aspects est d'autant plus étonnant.

Les contextes de crises financières, au même titre que les situations de surinvestissement et de sous-investissement dans la partie 1.2, permettent donc de mieux souligner la problématique de l'arbitrage coût/bénéfice, en particulier ici la survenance (ou non) de coûts d'opportunisme plus élevés dans des situations où le niveau de prudence est faible.

Auteurs	Sujet	Echantillon	Proxy pour le conservatisme	Principal apport
Francis <i>et al.</i> (2004)	Quelle relation entre les propriétés des résultats et le coût du capital ?	États-Unis 1975-2001	Régression inversée Basu (1997), <i>Market-to-book ratio</i> (Beaver et Ryan, 2000), Cumul des <i>accruals</i> non opérationnels, <i>Skewness</i> des résultats rapportés aux cash-flows (Givoly et Hayn, 2000)	La période qui précède la loi SOX est caractérisée par une relation positive entre prudence et coût du capital
Gietzmann et Ireland (2005)	L'effet médiateur de la politique comptable dans la relation entre communication volontaire et coût du capital	Royaume-Uni 1993-2002	Agressivité des résultats (modèle d' <i>accruals</i> discrétionnaires)	Intégration des effets de la politique comptable dans la relation entre publication volontaire et coût du capital. La politique comptable conservatrice réduit le coût du capital
Espinosa et Trombetta (2007)	Quelles sont les conséquences des interactions entre politique comptable et choix de publication volontaire sur le coût du capital ?	Espagne 1999-2002	Agressivité des résultats (modèle d' <i>accruals</i> discrétionnaires), Régression inversée Basu (1997)	Une politique comptable prudentielle se substitue à la communication volontaire et allège le coût du capital
Lafonds et Watts (2008)	Quels effets de la prudence sur le degré d'asymétrie d'informations entre investisseurs ?	États-Unis 1983-2001	Régression inversée Basu (1997), <i>Market-to-book ratio</i> (Beaver et Ryan, 2000)	La prudence conditionnelle diminue les asymétries d'informations entre investisseurs
Chen et Li (2009)	Les effets de la prudence conditionnelle et inconditionnelle sur le coût du capital	Royaume-Uni 1987-1999	Régression inversée Basu (1997), <i>Market-to-book ratio</i> (Beaver et Ryan, 2000)	La prudence inconditionnelle est associée négativement au coût du capital tandis que le conservatisme conditionnel lui est associé positivement
Lara Garcia <i>et al.</i> (2011)	L'impact de la prudence conditionnelle sur le coût du capital	États-Unis 1975-2003	Ratio de prudence (Callen <i>et al.</i> , 2010)	La prudence conditionnelle réduit le coût du capital
Biddle <i>et al.</i> (2012)	Les effets de la loi SOX sur l'association entre coût du capital et prudence conditionnelle	États-Unis 1986-2008	Cumul des <i>accruals</i> non opérationnels, <i>Skewness</i> des résultats rapportés aux cash-flows (Givoly et Hayn, 2000)	Dans l'environnement de régulation post-SOX, la relation entre prudence et coût du capital devient négative. L'étude suggère un effet institutionnel fort sur la relation

Kim <i>et al.</i> (2013)	Quel bénéfice de la prudence pour les prix d'émission de titre ?	États-Unis 1989-2008	Score de conservatisme (Khan et Watts, 2009), Cumul des <i>accruals</i> non opérationnels, <i>Skewness</i> des résultats rapportés aux cash-flows	La réduction d'asymétrie d'information résultant de la prudence accroît les prix d'émission lors d'augmentation de capital
Li (2015)	Prudence et coût du capital dans un contexte international pré-crise financière	35 pays 1991-2007	Régression inversée Basu (1997), <i>Market-to-book ratio</i> (Beaver et Ryan, 2000)	L'étude révèle un effet complémentaire du système légal avec la prudence sur l'efficacité de celle-ci à réduire le coût du capital
Khalifa et Ben Othmane (2015)	Prudence et coût du capital dans les pays ANMO	Moyen-Orient et Afrique du Nord 2004-2007	Score de prudence (Khan et Watts, 2009), Régression inversée Basu (1997)	Association négative confirmée
Khalifa <i>et al.</i> (2019)	Peut-on généraliser l'idée d'une relation non-linéaire entre prudence conditionnelle et coût du capital ?	37 pays émergents 2003-2012	Score de prudence (Khan et Watts, 2009)	Au-delà d'un certain niveau de prudence conditionnelle, les gains en termes de coût du capital s'inversent.

Tableau 3: Prudence conditionnelle et coût du capital

Conclusion

Cette revue éclaire la prudence comptable à l'aune d'un arbitrage coût/bénéfice qui dépasse l'opposition traditionnelle entre reddition des comptes (« *stewardship* ») et évaluation de l'entreprise. Certains canaux sont purement mécaniques tels que les effets d'agrégation de l'information ou la relation négative entre prudence conditionnelle et inconditionnelle tandis que d'autres reposent sur des hypothèses comportementales d'aléa moral, de sélection adverse, d'opportunisme ou, de façon plus originale, sur la publication volontaire et les approches de signal (Callen *et al.* 2016). Trois enseignements dominent. D'abord, la littérature a massivement privilégié la prudence conditionnelle (reconnaissance asymétrique des pertes), au prix d'un angle mort persistant sur la prudence inconditionnelle (biais bilantiel). Or, l'interaction négative entre les deux formes n'est pas neutre : elle conditionne l'accès au financement, l'efficacité de l'investissement, la comparabilité et, *in fine*, la pertinence informationnelle. Ensuite, l'hypothèse d'une substitution entre prudence et clauses contractuelles ne tient pas empiriquement : la prudence ne se contractualise pas entièrement et conserve une valeur propre comme mécanisme de réduction des asymétries et de discipline des dirigeants. Enfin, la prudence produit des effets informationnels (coût du capital, réactions de marché, rôle des analystes) qui varient avec les institutions, les régimes de crise et les chocs de crédit, dessinant des relations souvent non linéaires.

Sur le plan contractuel, les résultats demeurent consistants dans le temps avec l'évolution des travaux et l'enrichissement des thématiques d'application de la prudence conditionnelle. Celle-ci améliore les termes de la dette, favorise une délégation de contrôle crédible en cas de violation de covenants et discipline l'opportunisme *ex post*. Elle s'accompagne d'une meilleure efficacité d'investissement : accélération des abandons de projets à VAN négative, moindre sur-investissement en contexte d'incertitude et résilience accrue lors des crises. En revanche, ces bénéfices sont encore insuffisamment documentés pour la dette privée, les firmes non cotées et les contextes post-IFRS européens, où l'accès privilégié à l'information, la renégociation et la réputation des intermédiaires peuvent reconfigurer les mécanismes d'incitation.

Du côté des marchés de capitaux, notre recensement converge vers une lecture plus nuancée du « paradoxe » de la prudence. Un niveau modéré de prudence conditionnelle agit comme signal crédible, réduit les asymétries d'information, peut abaisser le coût du capital et améliorer la qualité des anticipations (investisseurs et analystes). Mais ces gains ne sont ni universels ni monotones : ils dépendent de l'environnement légal (ex. post-SOX), des régimes de publication volontaire et de la cyclicité (crises, chocs d'offre de crédit). La prudence peut alors se substituer à une communication volontaire intensive, au risque d'engendrer des faux négatifs (sous-signalisation de bonnes perspectives)

que les dirigeants cherchent à corriger par davantage de divulgation hors états financiers. Ainsi, la prudence conditionnelle engendre des effets bénéfiques pour réguler et corroborer la communication financière, toutefois, lorsque l'écart entre les degrés de vérifiabilité et de reconnaissance incorporés dans un système comptable sont trop grand, ces bénéfices disparaissent entraînant une substitution par une plus grande communication hors-état financier qui brouille le signal global envoyé.

Sur le plan méthodologique, la revue met en évidence un point critique : la confusion possible entre prudence et gestion du résultat dans les modèles standards d'*accruals*. Lorsque la non-linéarité introduite par la reconnaissance asymétrique des pertes n'est pas traitée, on risque de sur-attribuer à la prudence des comportements opportunistes (*big bath accounting*) ou, inversement, de sous-estimer la prudence véritable. Deux voies se dégagent. 1/ Privilégier des mesures locales (postes spécifiques comme provisions pour créances douteuses, dépréciations d'actifs, R&D, stocks) pour identifier des poches d'exercice prudentiel ou opportuniste. 2/ adapter les modèles d'*accruals* aux propriétés non linéaires et temporelles des flux, afin de démêler prudence et management discret. À ce titre, la question du goodwill et de son allocation (périmètre des actifs identifiables, latitude des tests de dépréciation) demeure un point aveugle susceptible de biaiser simultanément les *proxies* bilantiels et de résultat. Nous approfondissons ainsi la nécessité de questionner davantage empiriquement la relation entre gestion du résultat et prudence dont le manque de travaux est mentionné dans les revues précédentes (Ruch et Taylor, 2015). Nous soulignons ici son actualité avec l'ampleur des travaux sur la gestion des résultats et le fait que les incertitudes qui en résultent affectent fortement notre compréhension globale des coûts de la prudence tout en créant une incertitude sur les mesures de la prudence et de la gestion comptable encore peu adressée et suivie. La gestion des résultats affecte notre évaluation de l'arbitrage coût-bénéfice car les incidences méthodologiques sont encore peu étudiées et incorporées dans les mesures utilisées. A cet effet, nous avons identifié plusieurs canaux par lesquelles cette relation existe et demeure peu discuté dans les travaux sur la prudence. L'interprétation des travaux de Schalev (2009) soulève la question de la porosité entre actifs identifiables et non-identifiables et de façon plus générale la comptabilité créative au bilan. Penman et Zhang (2002) supposent un lien entre pilotage des investissements et prudence inconditionnelle peu testé. Les travaux sur les crises, quant à eux, questionnent l'utilisation de la prudence à des fins de *big bath accounting*.

L'apport original de la revue tient aussi à l'ouverture vers deux littératures peu évoquées dans les revues précédentes : les prévisions d'analystes financiers et les indicateurs alternatifs de performance. Premièrement, tous les analystes n'intègrent pas les conséquences de la prudence avec la même dextérité : les plus expérimentés et suivis par les investisseurs institutionnels internalisent mieux la relation entre

market-to-book ratio et prudence conditionnelle et produisent des erreurs de prévision plus faibles. Cela confère à la prudence une valeur discriminante pour évaluer la qualité de l'intermédiation informationnelle. Deuxièmement, le contraste entre des comptes prudents et des indicateurs alternatifs de performance persistent suggère un partage des rôles : les états financiers portent davantage les fonctions contractuelles et de reddition des comptes (discipline, vérifiabilité), tandis que les domineraient la fonction d'évaluation. Cette séparation concourt à penser que même si des bénéfices sont dégagés en matière de prudence conditionnelle pour l'évaluation d'entreprise dans certains contextes (crise), dans le cas général elle reste insuffisamment reconnue comme étant utile à cette finalité. Ce constat n'invalide pas la prudence ; mais milite pour une articulation explicite entre les deux canaux, avec transparence sur les retraitements opérés.

En outre, des travaux formalisés (Gox et Wagenhofer, 2009) soulignent l'intérêt des deux formes de prudence pour la pertinence de l'information en ce qu'ils constituent un signal renforçant la crédibilité de l'information. L'opportunité fournie par l'étude des IAP tend à associer celle-ci à une plus faible pertinence de l'information tandis que les résultats des travaux sur les prévisions des analystes financiers ne remettent pas en cause le rôle informationnel de la prudence pour l'investisseur. Notons que les IAP sont également associés à un opportunisme managérial plus important, comme la suppression d'éléments récurrents du résultat (Doyle *et al.* 2013). Ce fait conforte l'intérêt partagé des parties prenantes sur le rôle contractuel des résultats GAAP et donc indirectement un intérêt pour la prudence. Dans l'ensemble, ces travaux théoriques et empiriques tendent à nuancer l'opposition traditionnelle entre *stewardship* et évaluation autour de la question de la prudence,

Enfin, dans l'évolution de la recherche dans le temps, nous pouvons identifier deux sous-périodes dans l'étude des coûts et bénéfices de la prudence. La première période concentre l'attention sur les bénéfices contractuels de la reconnaissance asymétrique des pertes, en relation avec les marchés de dette puis le contrôle des décisions d'investissement. La prudence réduit les asymétries d'informations, améliore l'accès au financement et diminue le coût de celui-ci. Son effet ne peut être intégré entièrement dans les contrats par les prêteurs en raison des coûts de renégociation de ces derniers, confortant son utilité dans les nombres comptables. Les futures recherches devraient étendre ces résultats, essentiellement construite autour des marchés publics de dette aux États-Unis, aux firmes privées et à la dette privée. Les premiers travaux suggèrent que ces bénéfices ne sont pas spécifiques aux marchés publics (Franke et Müller, 2019).

Dans un deuxième temps, la littérature sur la prudence conditionnelle, en relation avec les marchés de capitaux – depuis les projets de suppression de la prudence des cadres conceptuels internationaux – étend considérablement les bénéfices de cette dernière. La prudence est associée à la prévention brutale de chutes des cours pouvant être provoquées par l'accumulation d'informations cachées subitement révélées, à un coût réduit du capital et constitue un outil de comparaison voire de substitution avec la communication volontaire d'une firme telles que les prévisions. Plus globalement, la prudence génère une réduction d'asymétries d'information entre les investisseurs par une meilleure divulgation sur le risque fondamental de la firme. Pour autant, nous remarquons un besoin de travaux dans l'Union Européenne post-IFRS et de comparaisons avec les normes américaines.

Plus marginalement, la prudence est également évoquée en interaction avec les autres mesures de la qualité de l'information comptable, indispensable pour établir une hiérarchisation entre ces mesures en matière de désirabilité. Un nombre limité d'études se consacre alors aux effets négatifs, positifs ou neutres de la prudence, notamment au travers de son interaction avec d'autres propriétés désirables des résultats, telles que la persistance, la *value relevance*, la comparabilité ou le lissage des résultats. Des propriétés souvent reliées aux besoins d'évaluation de l'investisseur. Deux effets sont en cause sur la persistance des résultats. Le premier effet, mécanique, est relatif à la dégradation de la cohérence du rattachement entre charges et produits d'une période (Dichev et Tang, 2008). Le second effet, comportemental, s'exprime au travers de la gestion réelle du résultat (Penman et Zhang, 2002) qui en est favorisée au travers des réserves cachées du bilan, et de la gestion des *accruals* par l'intermédiaire de la prudence conditionnelle (Jackson et Liu, 2010). Sur ce dernier effet, nous recensons une absence de travaux empiriques importants pour documenter l'hypothèse invoquée par Penman et Zhang sur la relation entre prudence inconditionnelle et pilotage des décisions d'investissements.

Ainsi, dans ces deux vagues de recherche, les effets de la prudence *ex ante* demeurent peu clairs tandis que les cadres théoriques mettant en avant les bénéfices de la prudence, comme les modèles de signal, d'agrégation d'information ou de publication volontaire (Li, 2005), ne concernent pas exclusivement la prudence conditionnelle. Nous nous sommes alors questionnés sur les raisons pour lesquelles la littérature empirique s'est désintéressée de l'étude de la prudence inconditionnelle. Tandis que l'explication contractuelle tend à condamner celle-ci, les réflexions menées sur l'évolution des travaux démontrent comment une meilleure compréhension de l'interaction entre cette forme de prudence et la gestion du résultat pourrait permettre de mieux conclure sur les bénéfices ou non de la prudence inconditionnelle.

CHAPITRE II : LE LBO FRANÇAIS : ADAPTATION ET DIFFUSION D'UNE INNOVATION FINANCIERE DANS UN CONTEXTE DE LIBERALISATION FINANCIERE (1980-1992)¹⁷

Résumé :

Les recherches précédentes sur le LBO français se sont concentrées sur la phase d'expansion du marché du LBO au début des années 90 alors que le cadre légal et institutionnel et le discours politique concernant cette innovation ont émergé au début des années 80. Selon la théorie de l'origine légale, les facteurs présumés influencer les trajectoires de développement des marchés financiers sont donc à rechercher dans cette période : elle reste pourtant relativement peu explorée.

Cette étude repose sur une approche historique et interprétative pour analyser l'environnement (presse, débats parlementaires, législation) encadrant ces opérations dans la décennie 80 : cette démarche permet de comprendre les mécanismes qui ont permis au cadre légal et politique français d'influencer le développement du second marché européen du LBO.

Mots clés : Droit et Finance – LBO – *Private equity* – Origine légale

Abstract:

Previous research on French LBOs has focused on the expansion phase of the LBO market in the early 1990s, whereas the legal and institutional framework and political discourse surrounding this innovation emerged in the early 1980s. According to the legal origin theory, the factors presumed to influence financial development trajectories should therefore be sought in this period, which remains relatively unexplored. This study takes a historical and interpretative approach to analyze the environment (press, parliamentary debates, legislation) surrounding these transactions in the 1980s: this approach provides insight into the mechanisms that enabled the French legal and political framework to influence the development of the second European LBO market.

Key-words : Law and Finance– LBO /MBO – *Private equity* – legal origin

¹⁷ Cet article a été soumis à la revue Finance, Contrôle et Stratégie en septembre 2020 et a obtenu un premier refus. Nous envisageons de soumettre cet article ultérieurement, trois revues sont envisagées à ce stade : la revue *Histoire et Entreprises*, la *Revue d'économie financière* ou la *Revue Business History*.

Introduction

Aux Etats Unis, si la libéralisation financière a fourni la matière première et les outils pour le développement des montages LBO, le processus en lui-même ne suffit néanmoins pas à en déterminer les facteurs explicatifs. En 1989, l'article prophétique de Jensen, symboliquement appelé *the eclipse of public corporation* situait la fin de l'activisme des investisseurs au terme de la crise financière de 1929 : s'ensuivit alors une régulation bancaire (Glass-Steagall Banking act, 1933, Security act, 1933 et Security and Exchange Act, 1934) dont l'un des effets secondaires, la croissance des coûts d'agence, serait la cause principale du développement du marché du LBO.

De fait, la hausse de ces coûts d'agence, provoquant de larges opérations de diversification des entreprises, a généré, d'une part le besoin d'un contrôle plus efficient des dirigeants, d'autre part le développement d'un *market for corporate control* : ce dernier atteint son paroxysme dans l'éclatement de la bulle des *junks bonds* à la fin des années 80 (Kaplan et Stein, 1993). En effet, si ce contrôle ne pouvait être satisfait par un actionnariat éparpillé, il pouvait l'être, en revanche, par le biais d'un contrôle sur la dette : le principe est illustré par les conclusions de la théorie du *pecking order* (Myers, 1984), lesquelles expliquent l'effet de levier des opérations et le rôle disciplinaire de la dette (Jensen, 1986 ; Schleifer et Vishny, 1987 ; Morck *et al.* 1988). En conséquence, et suite aux mouvements de diversification, on vit des rachats de firmes matures destructrices de valeurs se faire avec de larges quantités de dettes (Fox et Marcus, 1992 ; Wright *et al.* 2000).

Selon Jensen, ce sont les réformes populistes des années 30 qui ont préparé le terreau des mouvements de LBO de la fin des années 70 à celle des années 80 aux Etats-Unis : émise précisément à la fin des années 80, cette analyse mobilise deux théories, celle de l'agence et celle des free cash-flows (Jensen, 1989, 1993). Elle explique ainsi l'émergence des LBO et, elle pointe la régulation inappropriée de l'Etat plutôt que la libéralisation financière comme facteur historique explicatif des opérations de LBO. En France, ce rôle de « rééquilibreur du capitalisme » a été mentionné dans le rapport sur le *Private Equity* et le capitalisme français (Glachant *et al.* 2008), mais il s'avère discutable en dehors du contexte anglo-saxon (Kaplan et Stromberg, 2009). Principalement axés sur des comparaisons internationales, les travaux précédents en finance sur les mouvements de LBO et MBO dans la décennie 80-90 du CMBOR ont en effet rapporté de nombreuses spécificités au regard de ces opérations, relativisant ainsi le rôle du marché. En particulier, le rôle disciplinaire du marché dans la résolution des

problèmes de gouvernance ne trouve d'écho en Europe qu'en Grande Bretagne (Wright *et al.* 1992) alors que la gouvernance des pays d'Europe continentale est orientée, elle, vers le réseau (Manigart *et al.* 1999). Les disparités observées en Europe continentale relèvent alors de spécificités culturelles, institutionnelles et managériales : bien qu'identifiées comme telles au Royaume-Uni (Wright *et al.* 1992 ; Wright *et al.* 1993 ; Wright *et al.* 2000), elles restent peu étudiées dans le contexte français, ce, malgré une spécificité avérée (Bedu et Palard, 2014). En conséquence, on peut accorder du crédit à l'idée d'une « émergence spontanée » des opérations de LBO dans le cas des Etats-Unis. En revanche, en France, ce montage fut introduit spécifiquement par l'Etat, avec le concours de la Communauté Economique Européenne (CEE) : ce fut le rôle de la loi de 1983 sur l'initiative et le développement économique, votée dans la continuité de la promotion des opérations de capital-risque (Geoffreon, 1987).

Cette différence essentielle sur le rôle de l'État dans le développement financier nous amène à nous questionner, dans une perspective historique et théorique, sur les modalités d'adoption du LBO en France dans les années 80 et les facteurs, en particulier politiques et légaux, ayant influencé son développement. Cette recherche étudie le cadre introductif juridique et fiscal de ces opérations et son évolution afin d'appréhender son rôle sur le développement du LBO. Cette étude est l'opportunité d'aborder la question de la conciliation entre financiarisation en provenance des USA et dirigisme étatique français. La mise en perspective de la réglementation et du discours politique avec nos connaissances sur l'évolution de ces opérations dans les années 80 met en lumière l'incidence des facteurs institutionnels dans la diffusion de l'innovation financière et son appropriation. En dehors des travaux comparatifs du CMBOR sur le cas de l'Europe continentale et des travaux de Desbrières et Schatt (2002), il existe peu d'études en finance sur la période de démarrage et d'adoption de ces montages tandis que la théorie de l'origine légal prédit que le cadre légal influence la trajectoire du développement financier.

Le contexte français d'adoption de ces montages financiers et leur diffusion en France dans la période 1984-1992 est l'objet de l'analyse. L'objectif consiste, au travers de cette investigation historique, d'enrichir l'état actuel des travaux sur l'origine légale et plus précisément le développement du *private equity* (Bedu et Montalban, 2013). En effet, étudier la relation entre développement financier et système légal en suivant les préconisations d' Armour *et al.* (2009) ne peut se faire sans l'intégration d'une réflexion sur l'influence du système politique : cette démarche nous permettra d'identifier les interactions alors en œuvre.

Dans cette optique, le contexte politico économique français s'avère particulièrement intéressant puisque d'une part, 1981 voit l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement socialiste.

D'autre part, on note l'émergence d'un mouvement de libéralisation financière naître deux ans plus tard malgré un fort et persistant héritage de dirigisme étatique. La volonté d'appropriation par l'Etat, dans un programme économique affiché comme socialiste, d'une innovation née outre-Atlantique, qui plus est perçue comme pur produit de libéralisme financier, soulève d'évidence une interrogation concernant les perspectives de succès de ce choix et son influence sur la trajectoire de développement. Dans le domaine des sciences politiques, l'étude contribue à éclairer le dilemme du pouvoir socialiste et des décideurs politiques de la décennie 80 : comment résoudre les problèmes économiques de la France sans trahir l'idéologie socialiste en prenant le LBO comme modèle, c'est-à-dire en introduisant des éléments de libéralisation financière tels que la création du second marché en 1983, l'introduction de nouveaux titres financiers ou l'allègement de l'encadrement du crédit. Les analyses conduites en 2018 (Quenouille-Corre ; Asselin) nous enseignent qu'il convient de nuancer autant l'idée d'un tournant idéologique néo-libéral que celle du caractère libéral des réformes dans le domaine de la finance après 1983 particulièrement en matière de politique bancaire. Ces études soulignent la tentative de rechercher une troisième voie entre ce qui était perçu à l'époque comme des extrêmes, le libéralisme financier et le fort dirigisme étatique en matière économique hérité de la seconde guerre mondiale.

Nous verrons que l'évolution du discours politique et de la fiscalité concernant ces opérations est un exemple particulièrement frappant de cette quête : elle revêt alors d'ailleurs un caractère quasi symbolique justifié par leur importante médiatisation. Au-delà de cette dimension idéologique, c'est, en 1984, sous la houlette du ministre Pierre Bérégovoy, la mise en œuvre d'une forme de pragmatisme économique lors de la généralisation du dispositif de LBO qui permettra de dépasser ce dilemme et d'amorcer leur diffusion. Précisons-le, cet article laissera en périphérie la restitution des réflexions et conclusions de l'analyse sur les motivations stratégiques des opérations de LBO dans la décennie 80-90, déjà bien étudiée, pour se centrer exclusivement sur les aspects légaux de leur diffusion : il convient en effet de mettre en valeur le rôle décisif des aspects juridiques et fiscaux de ces opérations pour la réussite de stratégies de recentrage et de restructuration de l'économie française dans cette période.

II] Littérature : système légal et développement du *private equity*

La relation entre droit et finance (Armour *et al.* 2009) a fait l'objet de nombreux travaux empiriques depuis la formulation de la théorie de l'origine légale : elle a également fait l'objet d'enrichissements importants au sein du NBER, dont la nécessaire intégration du système

politique et la reconnaissance du caractère réciproque de la relation droit-finance. Les recherches précédentes (Sapienza *et al.* 1996 ; Manigart *et al.* 1999) ayant prouvé combien ces facteurs ont impacté la phase initiale, cet ensemble théorique nous a semblé être une perspective pertinente pour une étude historique du rôle du système légal et politique dans la phase de démarrage du LBO. Dans un premier temps, nous exposerons ainsi le cadre théorique proposé par ces auteurs pour étudier le développement financier, puis nous discuterons de l'utilité d'une approche historique avant de présenter des éléments de littérature empirique sur le développement du *private equity* et sa relation à l'origine légale. Nous aborderons ensuite l'application de la théorie de l'origine légale (La Porta *et al.* 1998) au cas du développement du *private equity* et donc du LBO au travers des travaux de Bedu et Montalban (2013).

A] Origine légale et développement financier

L'article séminal de La Porta *et al.* en 1998 (LLSV) étudie le développement des marchés financiers au travers de l'influence de l'origine légale des pays: elle est identifiée par la distinction entre les systèmes de *common law* (droit coutumier) et *civil law* (droit civil). Les auteurs proposent des indices synthétiques pour caractériser le système légal des pays et le relier au niveau de développement de leurs marchés financiers. Ces indices sont centrés sur la protection des droits des investisseurs et celle des créanciers. L'article évoque ainsi une relation centrale entre le développement financier et la faculté des investisseurs internes à exproprier leurs homologues externes - laquelle est mesurée par le degré de concentration du capital. Cependant, il rend également compte d'un niveau de protection des investisseurs significativement plus élevé dans les pays de droit coutumier que ceux de droit civil. Par la suite, les travaux de LLSV furent élargis de façon empirique à d'autres sphères de la régulation. Les avancées conceptuelles de la théorie quant à elle portent à la fois sur un enrichissement de la nature de la relation entre l'origine légale et le développement financier et à la fois sur une reconnaissance de l'importance de l'infrastructure légale - « la fabrique de la règle de droit » - pour le développement financier (Armour *et al.* 2009). Dans ces premiers apports, Beck et Levine (2003) avancent deux concepts pour expliquer de quelle façon l'origine légale est susceptible d'influencer le développement financier: le canal politique et le canal d'adaptabilité. Le premier reflète la tendance de la règle de droit à privilégier les droits de propriété de l'Etat au détriment de ceux du privé, cas de figure davantage susceptible de se produire dans les pays de droit civiliste que dans ceux de droit coutumier qui, eux, préservent les droits privés. Le second, le canal d'adaptabilité, repose sur l'idée que le système légal

s'ajuste lentement aux besoins contractuels de l'économie, la vitesse d'adaptation dépendant de ses caractéristiques. Cette capacité d'adaptation serait par ailleurs plus efficiente dans les pays fonctionnant plutôt sur un système de droit coutumier que civiliste, le premier préservant davantage des risques d'expropriation. Selon les auteurs, il est également pertinent de prédire une plus faible adaptabilité du système légal des pays de loi française que de ceux de droit coutumier (d'origine anglo-saxonne) ou de ceux de droit civil (d'origine germanique).

Au-delà de ces clarifications théoriques, si la théorie de l'origine légale attribue traditionnellement un rôle exogène au système légal, elle peut néanmoins reconnaître une influence réciproque des conditions économiques sur l'évolution de la règle de droit : les activités de lobbying ou plus simplement les conséquences de l'évolution de « la vie des affaires » sur le système légal en sont une parfaite illustration. C'est dans le cadre théorique proposé par Armour *et al.* (2009) que ce caractère exogène est abordé de la façon la plus aboutie ; de fait, ces derniers ne le considèrent pas comme une limite rédhibitoire dès lors que les conditions économiques nationales et le développement financier n'impactent pas l'infrastructure légale. Nous noterons néanmoins que les interactions entre développement financier et système légal sont peu discutées : cette part d'autonomie, justifiée par l'inertie et la stabilité de l'infrastructure légale des pays, donne par ailleurs toute sa validité à l'hypothèse de départ selon laquelle « *legal origin matters* ». La notion de coévolution n'implique ainsi pas nécessairement une synchronisation rapide et mutuelle des deux systèmes, légal et économique.

C'est dans ce cadre théorique que nous avons inscrit notre étude du développement des opérations de LBO dans les années 80 en France, la richesse de ces travaux de recherche nous apportant une structure pertinente pour l'étude de l'influence de la structure légale sur la fabrique des lois. En matière de LBO, alors que l'adoption de ces « montages » a eu lieu par le biais de l'introduction d'une législation spécifique, nous verrons que cette dernière n'a eu de cesse d'évoluer au cours des années 80 pour répondre aux urgences de l'économie française.

Un autre des intérêts de cette théorie est de nous offrir des pistes de compréhension de l'important décalage temporel entre la création de ce cadre légal et le véritable boom de ces opérations dans la décennie 80-90. Cette période d'essor est déjà relativement bien documentée dans la littérature sur les mouvements de LBO, notamment dans les travaux du CMBOR (Centre for Private Equity and MBO Research) pour lequel la France est un cas particulier. Le dirigisme étatique économique qui lui est propre et la façon dont il se manifeste au travers du système légal en font une bonne illustration de l'impact du système légal et du système politique sur le développement financier, étant entendu qu'il est dans notre cas restreint aux opérations de LBO.

Nous avons également retenu le fait que les auteurs avaient intégré dans leur raisonnement l'influence des changements, à la fois dans les régimes politiques et la pensée des décideurs concernant la règle de droit ; la perception par le système légal et politique des besoins ponctuels et futurs de l'économie et son rôle sur le développement financier sont également pris en compte.

À cet égard, le contexte politique français, suite à l'élection d'un gouvernement socialiste en 1981, constitue un contexte intéressant afin d'étudier l'effet du système politique sur le degré d'adoption des montages financiers des LBO traditionnellement inspirés de la pratique anglo-saxonne. Le régime politique est susceptible d'affecter à la fois la rapidité du développement du LBO en France et le mode de développement. Les objectifs politiques qui ont pu présider à leur introduction ont pu écarter durablement ce système légal relatif à ces montages des besoins contractuels de l'économie et ce malgré les pressions à l'œuvre de la part des acteurs économiques pour améliorer ce cadre légal.

Le choix d'adopter une approche historique et interprétative prend ainsi tout son sens. Cette perspective permet non seulement d'analyser le rôle combiné de ces deux facteurs, mais également d'identifier les mécanismes spécifiques ayant interagi pour créer un environnement si particulier que le cadre légal a pu se situer en décalage considérable avec les réels besoins de l'économie. Et c'est précisément parce que cette analyse intègre l'influence des facteurs juridiques et politiques que cette étude doit permettre de comprendre l'explosion immédiate du marché du LBO à la fin des années 80 en France.

La démonstration de l'intérêt d'inclure l'influence du système politique dans les travaux empiriques pour mieux rendre compte des évolutions du système financier fait de cette recherche une contribution susceptible de renforcer le cadre théorique de l'origine légale. Là où Armour *et al.* (2009) proposent, eux, de recourir aux séries chronologiques pour analyser la dynamique entre système légal et développement financier, nous soulignons l'intérêt d'une méthodologie axée sur une approche historique et interprétative : cette dernière nous paraît particulièrement pertinente pour enrichir les travaux économétriques sur le sujet et mettre en perspective l'incidence du système politique.

B] Théorie de l'origine légale et LBO

On recense peu de travaux mobilisant la théorie de l'origine légale dans l'analyse du développement du *private equity*: nous retiendrons néanmoins le travail doctoral de Bedu (2013) qui s'est intéressé, entre autres, au fait que cette théorie explique les différences de développement du *private equity* en Europe, ce dernier se décomposant en deux éléments, le capital-venture et le LBO. Dans la mesure où le degré de croissance des marchés financiers conditionne la capacité des fonds d'investissement à sortir d'une entreprise par voie d'introduction en bourse, le développement du *private equity* est concomitant au développement des marchés financiers dans la décennie 80 (Black et Gilson, 1998 ; Cumming et Johan, 2008).

L'approche de Bedu et Montalban (2013) se distingue par leur choix de mobiliser la théorie sur les diversités du capitalisme pour la formulation de leurs hypothèses. Le recours aux théories de la régulation s'avère ainsi être un élément facilitateur pour, d'une part justifier l'étude de l'influence des complémentarités institutionnelles sur l'évolution du *private equity*, d'autre part concevoir le principe d'une pluralité de sentiers de développement financier, ce dernier n'étant pas uni-directionnel. Si l'on s'attache plus précisément au développement du marché du LBO, l'étude confirme, outre le rôle positif de la flexibilité du marché du travail, le niveau de développement du marché financier et la capacité des *limited partner* à investir dans les fonds de LBO.

Ces travaux rencontrent néanmoins des limites dans la mesure où les modèles légaux d'origine française ou ceux d'Europe continentale ne suffisent pas à justifier de façon significative le niveau des investissements de *private equity*. Pour expliquer cette difficulté, les auteurs invoquent l'importante hétérogénéité rencontrée à la fois dans les systèmes légaux et le degré de développement du *private equity* en Europe continentale: l'application des modèles légaux identifiés par la théorie au cas du *private equity* serait ainsi de fait impossible. Ils soulignent alors le poids de l'influence de la taille de l'économie.

III] Méthodologie

A] Période d'étude

C'est en 1984 que la période d'introduction et de diffusion des opérations de LBO est déterminée dans sa borne antérieure par le vote du rachat d'entreprise par les salariés. D'une part le développement des stratégies de recentrage dans le début des années 90, d'autre part

l'évolution législative du LBO en 1992 (harmonisation du dispositif du RES avec le régime de l'intégration fiscale) délimitent la fin de la période.

Des acteurs économiques s'intéressaient à ce dispositif avant 1984 apparu en continuité avec le développement du capital-investissement en France depuis les années 50 . L'élaboration de montages LBO était toutefois impossible pratiquement ou interdit pour des raisons juridiques. L'absence d'une fiscalité des groupes adaptée l'explique principalement. On recense également le faible développement des produits financiers habituels dans ces opérations, tels les obligations convertibles en actions ou obligations remboursables en actions ainsi que la difficulté pour les fonds d'investissement de sortir du montage. Le marché financier s'avérant insuffisamment liquide et développé pour la cession des parts et la réalisation de la plus-value (le Second marché date de 1983). Cette périodisation ne correspond d'ailleurs pas à la pratique la plus étendue des LBO en France (Desbrières et Schatt, 2002, Bancel, 2009, Palard *et al.* 2013) comme l'indique l'évolution du capital-investissement (Tableau 1). On constate en effet un décalage signifiant de 7 ans entre l'adoption et la diffusion de l'innovation : de fait, si on se propose d'étudier l'influence du cadre juridique sur le développement financier, cet écart entre leurs évolutions s'avère être un point d'étude important car il correspond à la période d'adaptabilité du système légal français aux nouvelles innovations financières.

Notre recherche révèle une croissance importante du nombre de LBO dès 1988-89, mais ce n'est qu'à partir du milieu des années 90 qu'on admet que le marché a atteint sa maturité. Il est en revanche considéré comme significativement en retard dans les études et articles de l'époque (Manigart *et al.* 1999) qui le comparent à d'autres pays, tels le Royaume-Uni.

Peu étudiés dans le contexte français, les facteurs institutionnels n'en n'ont pas moins été jugés décisifs dans l'étape d'introduction et de diffusion du LBO au Royaume-Uni (Wright *et al.* 1992, 2000) : or, c'est au cours de cette période qu'on voit émerger l'expression des besoins contractuels de l'économie à l'égard du *private equity*, et plus précisément du LBO, ce, bien avant la phase de développement de ces opérations. Une étude analytique de la formation du cadre légal qui entoure leur introduction s'impose donc pour rendre compte du développement tardif du LBO en France : cette étude nous permettra de comprendre pourquoi, alors que le nombre de rachat d'entreprises par les salariés (RES) antérieurement à cette date dans la même période est de 30, le LBO, lui, connaît un essor important en 1988.

	Total 1980-1989	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Entreprises Familiales	40,10%	46,50%	51,90%	57,50%	51,90%	50,80%	44,80%	59,80%	34,70%
Filiales de Groupes	40,00%	32,80%	39,40%	37,40%	44,30%	40,00%	45,80%	31,70%	45,60%
- Société mère française	22,70%	22,40%	20,20%	30,00%	34,20%	29,20%	34,40%	19,50%	33,30%
- Société mère étrangère	17,30%	10,40%	19,20%	7,40%	10,10%	10,80%	11,40%	12,20%	12,30%
Firmes cotées	9,00%	12,10%	2,90%	3,80%	2,50%	1,50%	0,00%	2,40%	2,50%
Privatisations	6,60%	3,40%	2,90%	0,00%	1,30%	1,50%	2,10%	0,00%	1,20%
Entreprises en faillite	4,30%	5,20%	2,90%	1,30%	0,00%	6,20%	7,30%	6,10%	16,00%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Taille de l'échantillon	277	58	104	80	79	65	96	82	81

Tableau 1 : Evolution des LBO en France (Source : Initiative Europe dans Desbrières et Schatt, 2002)

B] Sources de données

On trouve peu de données sur les opérations de LBO dans notre période d'étude, hormis si l'on se réfère à des études plus générales sur le capital-investissement comme les rapports annuels de l'EVCA, les données de Thomson VENTURE ou les productions de cabinets d'audit (KPMG, DELOITTE etc...). Elles restent néanmoins suffisantes pour retracer l'évolution en nombre et valeur des *buyouts*, ce, malgré la persistance d'écarts.

On ne trouve en revanche aucune information concernant la proportion de *buy in* et *buy out*, celle de montages sous RES ou même sous le régime d'intégration fiscale. Cela s'avère particulièrement problématique après le vote de la loi sur l'intégration fiscale si l'on veut appréhender l'influence du régime fiscal sur ces opérations. Au-delà de données purement financières peu fiables, voire peu disponibles lors de leur période d'introduction, l'utilisation de sources secondaires devient donc indispensable pour capturer les dimensions stratégique, politique et fiscale des opérations de LBO. Le faible nombre de travaux sur le LBO français découlerait donc du manque d'informations sur la période étudiée : les seules recherches existantes en finance sont positionnées sur des échantillons débutant au milieu des années 90, exception faite de celles de Desbrières et Schatt (2002), lesquelles donnent une estimation du nombre de MBO de 1983 à 1989.

Notre étude a tout d'abord mobilisé les données de presse (française ou anglo-saxonne) sur les LBO français de la période concernée : elles sont constituées de dossiers consacrés pour les uns aux entreprises cibles de LBO ou à l'évolution et l'analyse du LBO en général en France pour les autres. Grâce à cette première source de données, nous avons pu : a) d'une part, appréhender l'évolution des représentations sur les opérations de LBO, souvent fortement médiatisées compte tenu du faible nombre d'opérations sur la période (30 RES de 1983 à 1988 d'après le Trésor Public) b) d'autre part, identifier les difficultés recensées lors du montage de ces opérations c) utiliser les entretiens, les témoignages et avis d'acteurs importants dans le LBO

(investisseurs institutionnels ou fonds d'investissement), mais aussi de dirigeants-repreneurs de sociétés-cibles. L'utilisation de données de presse dans cette période a par ailleurs présenté trois principaux intérêts.

Dans la mesure où les représentations collectives associent généralement les opérations de LBO au capitalisme financier, l'étude des discours véhiculés dans les médias s'est avérée être un outil privilégié pour comprendre leur construction (Becker 2007). Les titres de la presse économique témoignent en effet régulièrement de la force de cette association symbolique... « *LBO, une nouvelle menace pour l'Europe* » titre ainsi L'Expansion le 1^{er} juin 2012 alors que LES ECHOS renchérissent deux ans plus tard « *LBO, l'heure des restructurations de dette a sonné* » (25 avril 2013). Le LBO étant devenu en France une question de société, il nous est ainsi apparu indispensable de procéder à une lecture analytique de cette presse pour appréhender non seulement la teneur précise de ces représentations, mais leur influence sur le système légal, ce, au travers des discours parlementaires.

Les données de presse ont par ailleurs prouvé leur pertinence pour une étude comparative des pratiques du LBO par le biais des entretiens retranscrits et analyses de marché des professionnels et du discours législatif, l'objectif étant d'en étudier les différences mais également l'impact dans la diffusion de l'innovation. La presse rendant compte des tentatives de LBO qui n'ont pas pu aboutir, il est ainsi aisé de percevoir quels ont été les obstacles rencontrés au cours des montages qui ont causé leurs échecs, que ce soit l'empêchement du rachat ou son insuccès même.

La presse financière est un support de communication permettant aux lobbies de s'exprimer : or, bien qu'étant un déterminant du système légal engendré par le développement financier, le lobbying reste peu étudié dans les recherches sur l'origine légale (Bedu, 2013). D'autres données, secondaires, ont été apportées par des articles de recherche en économie industrielle et finance publiés au cours de notre période de référence. Ces sources de données secondaires sont riches en information. Elles apportent une collection de faits utiles à l'analyse, elles permettent d'identifier d'une part, les facteurs influençant le développement des LBO, d'autre part les représentations autour des thématiques relatives à la question du LBO (actionnariat-salarié). Elles rendent compte de la place des PME dans l'économie ou du rôle des banques dans le financement en fonds propre des PME et elles nous informent sur la libéralisation financière ou le renouveau du discours sur l'entrepreneur. Elles sont donc intéressantes pour comprendre la dynamique et l'environnement idéologique général dans lequel s'inscrivent les opérations de LBO. Les données de presse sont étudiées en les regroupant en quatre catégories.

1/ Des dossiers de presse sont constitués pour chaque entreprise-cible de MBO ou LBO identifiée. 2/ Les rapports de conjoncture annuels et analyses macro-économiques publiés par divers journaux sur le *private equity* et le LBO. 3/ Les entretiens de différents acteurs et professionnels du *private equity*. 4/ Les articles analysant les débats parlementaires.

Enfin, l'analyse des facteurs institutionnels est abordée à partir de diverses sources : l'étude des débats parlementaires relatifs aux questions juridiques et fiscales concernant les opérations de MBO et LBO, celle des réformes économiques libérales sur la période 1984-1992, l'examen des rapports de la commission des finances et la lecture des archives fiscales et d'autres archives disponibles, notamment au Crédit Lyonnais, acteur indirect important en matière de capital-risque. L'étude de ces dernières sources a pour finalité d'identifier les blocages existants dans le droit à l'époque, les arguments économiques et financiers avancés pour les modifier en faveur des montages financiers et de comparer les solutions apportées au regard, soit des critères de la théorie de l'origine légale, soit de l'existant dans les autres pays. L'ensemble des sources de données utilisées est recensé en annexe 1 de l'article.

IV] Le RES : un dispositif hybride entre économie sociale et nouveaux montages financiers

A la lecture des rapports et articles de presse sur les acquisitions à effet de levier, de nombreuses problématiques économiques surgissent et pour lesquelles l'adoption du LBO se présente, dans le discours, comme une solution de premier ordre. Elles concernent principalement la transmission et la succession d'entreprises, l'insuffisance de fonds propres des PME, les besoins de restructuration industrielle et enfin le développement de l'épargne (Matray, 1992 ; Bourdieu et Colin-Sédillot, 1993). Si les besoins latents pour le LBO se manifestent dès les années 80 en France - dans le rapport Deautresme par exemple- les travaux précités de Desbrières attestent du fait qu'ils ne trouveront pas immédiatement d'écho favorable. La nécessité de mettre en conformité ces montages venus d'Outre Atlantique avec les idées socialistes de la nouvelle présidence, ce, pour d'évidentes raisons juridiques et fiscales, va engendrer un contrôle de l'état freinant le développement de ces opérations. Le LBO fut d'abord introduit en France sous la forme du rachat d'entreprise par les salariés. Nous restituerons tout d'abord brièvement le RES dans la continuité du *private equity* en France avant d'étudier l'adoption de ce dispositif à l'aune des objectifs économiques qui lui ont été assignés.

A] Un dispositif dans la continuité du développement du capital-investissement en France

Le capital-investissement français présente de nombreuses spécificités : on les retrouve d'ailleurs dans le dispositif RES, dont le développement doit beaucoup à l'Etat, au développement régional des financements et à la présence des banques. Par rapport au capital-investissement, le RES est présenté comme solution de correction du déséquilibre présent dans la répartition des fonds alloué : il complète en effet la gamme des différentes étapes de financement des entreprises, ce, tout en s'inscrivant en continuité du discours sur l'économie sociale et le développement de proximité (Tableau 2).

En France, le *private-equity* s'est également développé grâce à l'Etat, d'ailleurs encouragé par l'Europe (expérience Sienta entre 1970 et 1978, création de l'EVCA en 1983), alors qu'aux Etats-Unis, c'est l'initiative privée qui a assuré sa croissance. L'apparition des sociétés de développement général en 1955, essentiellement centrées sur le crédit, en porte les germes : la continuité sera assurée par la mise en place d'institutions financières spécialisées avec la création en 1972 des Sociétés Financières d'innovation, et, à partir de 1977 des Instituts Régionaux de Participation (création du fonds Siparex). Créées par voie de conventions, ces dernières contribueront au développement économique et social régional.

Il importe de souligner le contraste entre la décentralisation des institutions spécialisées en capital-investissement et, d'une part la politique de centralisation des activités boursières sur Paris, d'autre part l'affaiblissement des bourses régionales à l'œuvre depuis les années 60 (Lagneau-Ymonet et Riva, 2012). Le statut de ces institutions financières stipule clairement qu'elles ont pour principale vocation le financement des PME et start-up, ce, dans une optique de renforcement de l'épargne de proximité. Une partie importante des opérations de RES sur la période d'étude mobilisera d'ailleurs ces institutions, leur mise en place par l'Etat étant destinée à promouvoir l'économie sociale. Nous nous devons de citer également la création en France du LBO en 1985, celle de la filiale Ciclad par l'Institut pour le développement industriel : le Crédit Lyonnais, impliqué dans de nombreuses opérations de LBO, la financera à 50%.

Le développement du *private-equity* grâce au volontariat des institutions financières pose néanmoins une difficulté puisque si l'offre de fonds existe est disponible, elle peine en revanche à rencontrer une demande : qui plus est, les risques de sur-financement ou les effets d'aubaine sont loin d'être négligeables. Conjuguée à une fiscalité « arrangeante » en matière de dividendes et plus-values, la mise en place du statut de société de capital-risque en 1985

conduira certains auteurs à évoquer la notion de « paradis fiscal » pour les fonds d'investissement (Tyebjee et Vickery, 1988). Les principaux fonds d'investissement britanniques spécialisés en LBO s'installeront, eux, en France entre 1985 et 1987.

En Millions d'ECU	1984		1985	
<u>Etape de financement</u>	Montants investis	%	Montants investis	%
Ensemencement	2,4	4%	2,5	3%
Démarrage	10,3	17%	17,7	21%
Développement	42,4	70%	54,9	65%
Remplacement du capital	2,4	40%	5,9	7%
Rachats	3	50%	3,4	4%
Autres	0	0%	0	0%
Total	60,6	100%	84,5	100%

En Millions de Francs	1988				1989			
<u>Etape de financement</u>	Montants investis	%	Nombre	%	Montants investis	%	Nombre	%
Ensemencement	11098	0%	9	1%	90672	2%	42	3%
Démarrage	757499	16%	359	28%	479487	8%	243	17%
Développement	2841163	61%	669	52%	2770959	46%	778	54%
Remplacement du capital	620360	13%	116	9%	951662	16%	126	9%
Rachats	439636	9%	144	11%	1715798	29%	263	18%
Total	4669756	100%	1297	100%	6008578	100%	1452	100%

Tableau 2: Répartition des fonds de capital-investissement en France en 1988-1989
(Source : EVCA 1990 et 1986, Yearbook)

En apportant leurs fonds propres, les banques vont jouer un rôle important dans le développement du capital-investissement, mais aussi en matière de RES. Elles détiendront ainsi la plupart du capital des institutions financières spécialisées en y voyant un moyen de lutter contre l'insuffisance de fonds propres des PME, frein à l'offre de crédit. Selon le rapport Dautresme sur le développement et la protection de l'épargne (1982), la priorité n'est autre que l'insuffisance de fonds propres chez les PME. Les solutions proposées consistent, entre autres,

au développement du capital-investissement et du capital-risque. Si cette insuffisance structurelle de fonds propres des PME est également fortement évoquée dans les discours des responsables de fonds d'investissements, il convient de souligner qu'elle est relayée dans les médias, lesquels y voient le terreau favorable de l'expansion du marché des LBO dans la décennie 80 en France. Or, le taux d'endettement élevé des entreprises limite paradoxalement fortement le nombre de candidats potentiels.

Côté bancaire, le Crédit Lyonnais qui a connu des pertes après l'expérience de financement direct, privilégie d'abord dans les années 80 une stratégie indirecte de financement des fonds propres. La prise de participations directes auprès de PME et PMI reste expérimentale avec la création d'un fonds commun de placement à risque et ensuite de la filiale Lyon Expansion PME en 1984. Toujours au début des années 80, et dans les rapports des affaires industrielles, les archives de la banque consacrées au sujet capital-risque prouvent que celle-ci considère prioritairement le capital-investissement comme outil de développement d'une image de marque de la banque.

Il s'agit pour l'établissement bancaire de se présenter comme modèle d'ingénierie financière et d'affirmer une identité de fédérateur de fonds et animateur financier. La finalité de rentabilité, peu prise en compte, reste au second plan de cet objectif marketing, renforcé par l'espoir d'une forte médiatisation des opérations de RES auxquelles la banque participerait directement ou indirectement.

En définitive, la création du RES en 1984 s'intègre dans la volonté publique de développement du capital-investissement : elle complète l'offre de fonds dans les étapes du cycle de financement des entreprises alors qu'auparavant, c'est la phase d'expansion qui concentrait la majorité des fonds de capital-investissement (Tableau 1 précédent).

B] Le contexte institutionnel du RES

Le LBO s'avère être une innovation financière répondant aux besoins de l'économie, ce qui explique les interactions entre les multiples problématiques qui y sont rattachées. Nous citerons, entre autres, le développement de l'épargne salariale et la promotion de l'actionnariat-salarié, déjà initié dans les décennies précédentes, le nécessaire développement du capital-investissement pour remédier à l'insuffisance structurelle de fonds propres, un discours renouvelé sur l'entrepreneuriat et l'innovation, une transmission des entreprises facilitée et, enfin, le besoin d'outils facilitant les restructurations d'entreprises françaises amorcées dans les

années 80. On retrouve d'ailleurs ces problématiques économiques non seulement dans les textes législatifs, rapports parlementaires et dans les archives des banques consacrées au RES lors de l'introduction du LBO en France, mais également dans la presse économique et spécialisée au début de la décennie.

Dans un premier temps, nous analyserons comment cette appropriation s'inscrit de façon tout à fait cohérente dans le programme économique centré sur la PME et le renouveau de l'entrepreneuriat. Nous rendrons ensuite compte de sa complexité, ce, en raison des spécificités juridiques et fiscales françaises, lesquelles influencent nécessairement le législateur.

B.1] Le RES au sein d'une politique industrielle et économique centrée sur la PME

Jacques Delors fut le promoteur d'une mesure, le « Rachat d'entreprise par les salariés » (Art 8), inscrite dans la loi sur l'initiative et le développement économique (IDE) en 1984. L'objectif de cette loi est clairement annoncé : il s'agit de libérer l'initiative privée en mettant la résolution des problèmes économiques et le développement de l'entrepreneuriat au cœur du programme économique socialiste.

La création du livret d'épargne-entreprise a eu pour objectifs défavoriser la création et la reprise d'entreprise, l'étalement de la déductibilité des dépenses de recherche et développement, et la politique d'amortissement des immatériels. On peut y ajouter l'allègement de la fiscalité sur les augmentations de capital et l'exonération de l'IR sur les parts de FCPR : de fait, on ne compte alors pas le nombre de mesures fiscales en faveur du renforcement des fonds propres et du capital-investissement ou de la transmission d'entreprises. Il convient néanmoins de noter que les sociétés de service et les sociétés libérales sont exclues du dispositif, la mesure du RES ne concernant que les entreprises commerciales et industrielles. Il suffit alors de se pencher sur les débats parlementaires sur la loi IDE pour le comprendre. Il existe un fort consensus sur la nécessité de mise en œuvre, d'une part d'une politique économique envers les PME, d'autre part d'un encouragement de l'initiative économique, ce, même si l'interprétation des moyens diffère. On retrouvera ce consensus sur les questions de promotion du RES en 1986, lors du gouvernement de cohabitation : il sera mis à mal avec l'adoption du régime de l'intégration fiscale en 1988 et éclatera en 1992 avec la modification de ses conditions de mise en œuvre. En 1984, le RES s'inscrit ainsi à la fois dans une politique centrée sur la PME et en continuité des dispositifs mis en œuvre pour développer l'actionnariat-salarié. Introduits en 1970, ces derniers incluent notamment la possibilité d'octroyer aux salariés des options ou bons de souscription

de leurs entreprises dans un maximum de 10% du capital. En cas de RES, le seuil sera néanmoins relevé à un tiers du capital en 1984. Le RES se présente donc comme une procédure emblématique de la volonté socialiste de privilégier, et le tissu de PME, et l'économie sociale en France. A cet endroit, la forme juridique des SCOP (société coopérative ouvrière de production), adoptée en 1978, leur permet d'atteindre la plus forte croissance de leur histoire puisque le nombre de ces coopératives se voit multiplié par 1,5 entre 1978 et 1985. Il s'agit alors de l'outil juridique idéal pour les rachats d'entreprises.

L'étude de la presse révèle néanmoins qu'en fait, il y eut très peu de sociétés sous RES requalifiées en SCOP après fusion avec la holding de reprise. Au contraire, le développement du MBO se mit en place en évinçant cette forme juridique après 1987. Le Krach boursier ayant entraîné d'importantes faillites de SCOP, l'attractivité de ce statut fut ternie en faveur du LBO alors même que les formules de gouvernance ne les rendaient pas substituables.

La loi de 1984 marque d'emblée une appropriation et une différenciation fortes par rapport au LBO anglo-saxon, ne serait-ce que dans les problématiques économiques évoquées lors de leur introduction. On note alors trois problèmes économiques : la création et transmission d'entreprise, les restructurations d'entreprises et, nous l'avons déjà évoqué, l'insuffisance de fonds propres des PME. Le CEPME estime en 1983 la hausse de leur nombre de créations à 8,7% (88479 nouvelles PME). Parallèlement, le nombre de destructions augmente également de 8,3% (24378) alors qu'en 1984, les taux de faillite, eux, baissent de 7%. L'absence de repreneur des entreprises lors des départs en retraite des propriétaires en reste l'une des fréquentes causes.

Le diagnostic sur les faillites et leurs conséquences sur l'emploi font l'objet d'un consensus : la priorité étant de minimiser ces effets négatifs, tout est mis en œuvre pour retarder les décisions de liquidation. Ce sera l'enjeu de la loi de 1985 sur les faillites, loi débattue depuis 1983, mais également de l'introduction du LBO sous forme de RES. Une autre problématique est alors l'initiation d'un mouvement de restructuration des grandes entreprises, lequel (je suppose que cela renvoie au mouvement) prendra principalement la forme d'opération de croissance (ou décroissance) externe (Paturel, 1984). L'utilisation postérieure à 1987 du RES et du LBO dans les opérations de restructuration des grandes entreprises s'avère pour le moins significative puisque, selon Desbrières et Schatt (2002), 40% des opérations le sont sous cette forme. Cette proportion restera d'ailleurs relativement constante jusqu'en 1996.

Le rapport Dautresme (1982), dont se sont inspirées les réformes libérales entre 1983 et 1985 est riche en préconisations. D'une part, l'auteur y recommande l'introduction du LBO lors des mesures concernant le développement des fonds propres des PME et de l'épargne, sans pour autant envisager la restriction de ces opérations aux seuls salariés de l'entreprise. D'autre part, il suggère la mise en place du LBO comme alternative préférable à l'introduction du crédit-bail d'actions lors de la souscription d'augmentation du capital. Cette dernière mesure consisterait en effet à donner à une société l'usufruit de ses propres actions en contrepartie d'une rémunération fixe à la société détentrice des actions (société d'investissement mobilière). La formule juridique du RES autorise en théorie les mêmes avantages que le crédit-bail d'actions, à l'exception de la création de société d'investissement mobilier, mais s'éloigne en réalité fortement des objectifs identifiés dans le rapport Dautresme. En effet, si ce dernier imaginait un ajustement au contexte français, il n'en considérerait pas moins que l'introduction de ces opérations devait être élargie et plus accessible. Cette spécificité française concernant les objectifs visés s'affirmera, de façon beaucoup plus visible encore, quand nous analyserons non seulement les règles encadrant ce dispositif, mais également les arguments avancés pour la promotion de la loi IDE dans les débats parlementaires.

B.2] Le régime juridique et fiscal du RES : dirigisme Étatique et mécanisme anti-abus ?

Une fiscalité favorable au RES se met en place, l'objectif étant de favoriser l'apport à la holding repreneuse des titres précédemment détenus par les salariés : les précédents dispositifs sont ainsi reliés sous forme d'actions à l'épargne salariale. La holding bénéficie alors, d'une part, d'un crédit d'impôt équivalent à l'IS de la société rachetée (dans les proportions détenues), d'autre part, de la déductibilité des intérêts d'emprunt contractés par les salariés lors de l'acquisition des titres (plafonnée à 150000 Fr). Ce régime fiscal préfigure le dispositif d'intégration fiscale mis en place par la suite (en 1988). Il s'avère néanmoins moins avantageux en termes de liquidités pour l'entreprise même si le crédit d'impôt, dont le montant croît en fonction du taux de participation de la holding, offre davantage de flexibilité que le seuil d'intégration fiscale à 95%. Le dispositif n'introduit ainsi de facto le LBO que par la possibilité d'un *buy out*. Or, la fiscalité de groupe n'existe pas encore et les *buy in* ne sont pas opérationnels juridiquement : on ne peut donc retrouver l'effet de levier habituellement retrouvé dans les opérations de LBO qu'au travers de ce dispositif de RES, même si sa forme à la fois très différente et plafonnée le limite. Qui plus est, les dispositions juridiques sont telles que les sociétés de taille importante ne peuvent que difficilement en bénéficier, fait qui témoigne d'une

forte adaptation du LBO en France. Le dispositif d'origine suppose en effet que la holding créée détienne a minima 50% du capital de la société rachetée et que 50% de son propre capital soit détenus par les salariés. Compte tenu de ce seuil de détention de 50 % et des apports financiers limités des salariés de l'entreprise, l'effet de levier n'a en fait qu'une finalité : combler l'absence de fonds propres censés être apportés par ces salariés tout en leur garantissant la majorité des droits de vote. Le choix d'un seuil minimum d'actionnariat salarié de 50% restitue parfaitement l'esprit du dispositif. Il s'agit, bien sûr, de privilégier cet actionnariat mais aussi et surtout de faire en sorte que des sociétés ne bénéficient pas des avantages fiscaux du RES au travers de participations minoritaires concédées aux salariés. On le vérifie, les possibles abus de droit sont une préoccupation récurrente à la fois dans l'élaboration de la loi et dans les rapports sur le RES : on la retrouvera en filigrane dans les débats relatifs à l'évolution du dispositif. C'est à ce titre que les amendements et observations émis en 1984, influencés par les pratiques britannique et américaine, ont été rejetés. Leur objectif était l'élargissement du périmètre de la population de « l'entreprise cible ». Plutôt qu'un agrément individuel par entreprise-cible, lequel aurait limité le contrôle de l'Etat sur ces opérations, les propositions consistaient en allègement du seuil à 50%, autorisation d'action de managers extérieurs, ouverture de la voie aux MBI ou BIMBO ou encore en l'octroi d'une concession d'agrément fiscal aux institutions financières. En évoquant le risque d'excès ou de motivation spéculative, le discours de Jacques DELORS est alors clair : il ne saurait être question d'instaurer un dirigisme aveugle, ni de réserver le privilège de l'initiative économique à une seule classe sociale. C'est l'actionnariat-salarié qui sera ainsi érigé comme principal objectif du dispositif, bien au-delà de la nécessité de faciliter la transmission d'entreprise.

Nous l'avons déjà évoqué, la préoccupation qui imprègne à la fois la loi IDE et le discours d'introduction de la loi de Jacques Delors lors des débats parlementaires est, de fait, celle de la justice sociale. Cette méfiance du législateur face aux risques d'abus de droit garde toute sa cohérence, tant les subventions accordées sont conséquentes alors que l'endettement de l'Etat est significatif et que les critères de convergence de la CEE doivent être respectés pour 1992. Il suffit, pour s'en convaincre, de parcourir les projets de lois de finances ou les rapports de la commission des finances de la période.

C'est ainsi que le RES et les futurs dispositifs sont dotés de mécanismes destinés à éviter toute malversation : qui plus est, pour bénéficier du régime fiscal du RES, un contrôle drastique est prévu par le biais d'une obligation d'agrément du Trésor Public et du ministère de l'Economie.

L'Etat s'octroie ainsi une marge de manœuvre supplémentaire en matière de RES, même s'il n'y a encore aucune législation concernant les critères de cet agrément.

Après une année d'introduction, en mai 1985, Pierre BEREGOVY adressera à ce propos une lettre aux banques et à la société des banques françaises : non seulement les conditions d'obtention de cet agrément s'avèreront plus draconiennes que les dispositions inscrites dans la loi de 1984 mais le dispositif du RES ne pourra être accordé qu'en cas de présence « d'une menace réelle sur les perspectives de reprise de l'entreprise » (sic). Qui plus est, il ne peut y avoir qu'un seul repreneur et le rachat ne peut être inscrit dans une succession familiale si cette dernière existerait indépendamment du dispositif. On le vérifie, la politique du Trésor et du ministère de l'Economie consiste bien à réserver le RES à des cas exceptionnels puisque la transmission d'entreprise doit présenter à la fois un risque d'échec et une menace pour les emplois. La doctrine sous-jacente aux mesures inscrites dans le dispositif est claire : le RES ne saurait être une solution d'ordre général aux problématiques de transmission d'entreprise. Il est toutefois une autre raison que la lutte contre d'éventuels abus au contrôle précité sur le dispositif. Nous sommes de facto face à une entorse sans précédent à un principe fort du droit français, celui du principe de neutralité fiscale. Le législateur a en effet introduit une distorsion fiscale significative en proposant un dispositif incitatif à la transmission d'entreprise assorti d'une fiscalité plus avantageuse que les autres modes existants, en particulier familiaux.

L'adoption de ce dispositif aura ainsi une conséquence puisque l'attention du législateur se portera ultérieurement sur les droits de succession familiale, en moyenne de 30% en ligne directe et 60% en ligne indirecte. La baisse de ces taux en 1986 ne correspondra pas tant à une volonté d'allègement de la fiscalité qu'à celle de réduire l'ampleur de la distorsion fiscale précisément créée par la procédure de RES. C'est la raison pour laquelle les critères d'éligibilité établis dans cette procédure sont proportionnels au relâchement de ce principe, lequel, bien que non inscrit dans la loi, reste une référence forte dans le raisonnement des parlementaires. Dans la mesure où elle donne pour la première fois à l'impôt un objectif d'incitation économique plutôt qu'une finalité de contribution aux dépenses de l'Etat, on comprend pourquoi cette mesure est présentée comme la plus « originale » dans la loi sur l'IDI et à quel titre l'adaptation de la technique de LBO représente, elle, une « véritable innovation dans notre droit ».

Le gouvernement confère donc un caractère symbolique au RES au travers d'un choix non anodin, puisqu'il crée un précédent, celui d'une dérogation au principe de neutralité fiscale, ce, au nom du développement de l'actionnariat-salarié plutôt qu'une mesure de libéralisation financière au profit de la transmission d'entreprise et des restructurations.

Si l'on se livre à une comparaison des articles de presse sur le sujet et des entretiens relatifs aux discours de promulgation des projets de loi à l'Assemblée, force est de constater d'importantes différences dans les représentations, ce qui s'explique par une véritable confusion générale sur les motivations du RES. Les organes de presse financière anglo-saxons et français, par exemple, ne tiennent aucun compte dans leur analyse des spécificités de la fiscalité française alors que c'est précisément la clé de compréhension du régime fiscal du RES. D'une part, les règles du dispositif n'y sont perçues que sous la forme de contraintes à la mise en place de montages plus sophistiqués de LBO, à l'instar des Etats-Unis, d'autre part, elles y sont dénoncées comme une aberration économique concernant la problématique des transmissions d'entreprises et restructurations. La même argumentation, reprise dans des amendements proposés par certains députés lors de l'adoption de la loi IDE, fut évincée au motif que cette problématique n'était aucunement l'objectif principal du RES. Cet argumentaire s'inscrit dans la relation entre droit et économie et souligne le choix du législateur : il est pourtant analysé comme une entrave au développement des LBO en France et présenté comme le résultat d'une incompréhension générale du dispositif.

Très présente dans de nombreux articles de presse d'analyse du marché des LBO en France, cette rhétorique émaille également les discours des responsables de fonds d'investissement ou d'association de capital-investissement (BNP, LBO France, 3i, Crédit agricole, AFIC, EVCA...). Elle rend compte de l'action d'un lobbying très actif pour la mise en œuvre d'une plus grande liberté dans les opérations : ce dernier s'exerçant au travers des médias, il prend la forme d'un discours manichéen et critique envers les dispositifs réglementaires en vigueur.

Les facteurs structurels sur la transmission des PME et les restructurations d'entreprise promettent une diffusion rapide de cette innovation financière. De plus, érigés et utilisés comme des normes, les LBO britannique et américain sont pris comme modèles comparatifs dans un argumentaire destiné à impulser, puis affiner le marché du LBO français. A contrario, les règles différentes régissant le dispositif français sont, elles, assimilées à un obstacle, voire à un relent de dirigisme économique « à la française » et non à son adaptation aux spécificités nationales. La thèse principale est donc que le marché du LBO, tel qu'il est conçu aux Etats-Unis à la fin des années 80, n'est qu'une évolution naturelle et évidente des marchés français et européen. Elle exercera une influence significative dans la diffusion de ces opérations puisqu'on verra une répétition progressive de ce discours dans les débats parlementaires, voire sur des lois plus générales relatives à l'épargne (1986), au développement et à la transmission d'entreprise (1987). On le vérifie, la portée symbolique de l'innovation juridique a de fait été peu valorisée.

Sur le principe même de l'introduction du LBO en France, on voit un consensus important se développer au début des années 80. Ce dernier est en effet présenté comme une évidente solution à des problématiques économiques qu'on ne saurait néanmoins confondre avec celles qui ont vu son développement aux Etats-Unis. Il s'agit là d'une explication facile du LBO « à la française », mais force est de constater qu'elle se heurte à la forme juridique de son apparition. L'adopter reviendrait en effet à sous-estimer le rôle des particularités juridiques françaises et même à ignorer l'intention politique (la justice sociale) en arrière-plan de son introduction. La nécessaire innovation juridique l'encadrant s'avère être, d'une part la matérialisation d'un conflit entre le capitalisme que symbolise souvent le LBO dans l'imaginaire collectif et le dirigisme étatique, d'autre part un moyen de détournement de ses objectifs vers la promotion de l'actionnariat salarié. Il reste donc impossible d'appréhender l'introduction du LBO de façon *ad hoc* si l'on fait abstraction de la continuité économique dans laquelle il s'inscrit.

L'introduction du LBO fut médiatique, symbolique même. La pratique du RES et le faible nombre de montages ayant reçu l'agrément (30), ce, avant l'adoption du régime de l'intégration fiscale en 1987 sont néanmoins des réalités qui posent question : comment, en effet, rendre compte de la façon dont ce dispositif a évolué au cours de la décennie, une évolution qui aboutira au LBO et à sa généralisation sous la forme qu'on lui connaît après les années 90.

V] L'émergence d'une pensée pragmatique en matière économique : vers une diffusion plus large du LBO en France

Les problèmes économiques liés aux transmissions d'entreprises ou même à la promotion de l'entrepreneuriat représentant une réelle urgence, le contraste étudié entre la demande des agents économiques pour le montage financier et la forme juridique du LBO au début des années 80 va progressivement se résorber. Or, dans la mesure où les praticiens, les fonds d'investissement et entreprises jugent tous la mise en place du RES trop contraignante, le dispositif n'aura pas la réussite escomptée, ce, au nom des raisons évoquées dans le chapitre précédent.

Dans un premier temps, la presse et certains auteurs amènent à davantage nuancer une trop rapide association entre LBO et libéralisme financier en soulignant l'utilisation du RES à des fins de protectionnisme financier en France. Ensuite il est analysé comment, lors du gouvernement de cohabitation (1986), les penchants dirigistes en matière de transmission seront

atténués sous la pression des lobbies, CEPME et associations de capital investissement. Il restera enfin à analyser les conséquences du régime d'intégration fiscale en 1987. Ce dernier va en effet entraîner une période de forte expansion de LBO en dépit des critiques alors adressées au double dispositif. Les effets en seront visibles à la fois dans les débats parlementaires du début des années 90 et au travers de la procédure d'harmonisation du RES sur le régime d'intégration fiscale.

A] Le RES : un bouclier anti-OPA ?

S'il est un motif politique significatif lors de l'introduction du RES, c'est bien l'intérêt qu'il représente comme outil anti-OPA, en particulier lors de rachats hostiles par des sociétés étrangères. Certes, cette facette n'est pas mentionnée dans les débats parlementaires, pas plus qu'on n'y évoque son rôle de contrepoids à l'internationalisation croissante des entreprises, mais nombre d'entre eux sont incontestablement apparus comme réponses à des offres concurrentes. Ce fut notamment le cas des RES de Sidel et de TF1 en 1987 à l'occasion de spin-off, ou de Rhin-Rhône en 1993, cette fois à l'occasion d'OPA hostiles, sans oublier les tentatives sur Télémécanique en 1988. L'opération la plus médiatisée fut celle de Bolloré sur Rhin-Rhône alors que la filière SDAC du groupe Bolloré était le premier concurrent de Paris-Rhône. Le ralliement du second à la première suscitait une telle aversion chez les personnels de l'entreprise qu'ils proposèrent un RES pour l'éviter. La prise de contrôle fut alors longtemps bloquée à une détention maximum de 30%, s'avérant ainsi fort onéreuse pour le conglomerat (Bothorel, 2007). Des schémas identiques ont d'ailleurs été observés aux Etats-Unis, ce, bien que l'argument protectionniste soit davantage assumé. Et, la politique inscrite dans la doctrine Lilley consistant à ne pas laisser d'entreprise étrangère prendre le contrôle sur leurs homologues britanniques, surtout lorsqu'elles sont nationalisées, l'on comprend aisément le fait que la tentative de pénétration de marché d'EDF par le rachat de British National Grid ait été contrecarrée par un MBO. La liste de ces MBO protectionnistes est par ailleurs plus longue en Grande Bretagne qu'en France (Wright *et al.* 2000) en raison, entre autres, d'un recours significatif aux MBO dans les mouvements de privatisation observés.

S'il est une tentative de RES que l'on doive retenir comme particulièrement symbolique, c'est sans doute celle qui visait à contrer l'OPA de Schneider en 1988 sur Telemeccanica : les médias commenteront avec ironie un dispositif orienté vers l'actionnariat-salarié et une politique industrielle avant tout protectrice de la propriété des entreprises françaises.

Les entreprises initiatrices de mouvements de recentrage n'hésitent alors pas à susciter des RES auprès des employés des filiales pour éviter le rachat par un concurrent : ce fut le cas, par exemple, de la séparation de la Générale de Restauration par Accor en 1986.

Les nombreux exemples cités par la presse suggèrent que la finalité inavouée du RES était de faire fonction de bouclier anti OPA et de verrouillage de capital, ce, d'autant que la centralisation du dispositif et l'influence sur les institutions financières de capital-investissement créées par l'Etat facilitaient ces pratiques. Nombreux sont d'ailleurs ceux qui suggéraient alors que presque la moitié des opérations étaient concernées (Artus, 1990 ; Lecointe *et al.* 1992) : pourtant, le faible nombre de projets déposés posait plutôt la question d'une gestion par l'exception. La CEE n'en fut pas moins alertée et n'hésita pas, par exemple, à exiger la privatisation du fonds IDES suspecté de protectionnisme financier (1987).

B] Transmission d'entreprises et entrepreneuriat : la promotion du RES

Selon le service des affaires économiques du patronat en juin 1987, près d'un quart des 40 000 entreprises françaises devaient changer de propriétaire avant la fin de la décennie. Ce « papy-boom » des entrepreneurs n'est autre que la conséquence des entreprises créées pour les besoins de la reconstruction au sortir de la seconde guerre mondiale : dès lors, la problématique de transmission d'entreprise est d'autant plus une urgence nationale en 1987 que les analyses de marché recensées sur la période en témoignent, il s'agit là d'un enjeu structurel pour que le développement du marché du LBO devienne effectif en France. De fait, compte tenu du nombre de faillites de PME sans qu'il n'y ait eu de repreneurs, on comprend aisément que la préoccupation centrale d'une politique axée sur les PME ne soit autre que celle de l'emploi. Qui plus est, sur un plan plus qualitatif, ce vieillissement est également perçu comme une menace pour l'entrepreneuriat : l'approche de la retraite modifie le comportement des entrepreneurs, ces derniers, plus timorés face à la prise de risques, adoptent une attitude défensive et méfiante face à toute innovation pour maintenir la valeur de reprise de leur entreprise. C'est donc dans une logique de « libération des talents et énergies » que la loi d'habilitation économique et sociale, qui promeut un droit de concurrence, est adoptée le 8 juillet 1986. L'assouplissement du droit des sociétés est par ailleurs évoqué dans le projet de loi de 1987 portant sur le développement et la transmission d'entreprise, laquelle vise également à l'élargissement des dispositifs de transmission d'entreprise (donation simple, donation-partage etc.). Il suffit de parcourir les débats relatifs à ces lois pour comprendre à quel point la rhétorique employée alors par le gouvernement de cohabitation est marquée par une volonté de

pragmatisme économique et le rejet de toute forme de dirigisme étatique. Symbole éloquent de ce dernier point, on retrouve d'ailleurs dans le texte la critique du constructivisme d'Hayek (diatribe d'Yvan Blot) et la promotion d'une idéologie évolutionniste qui ne fera pas l'unanimité. En revanche, la nécessité d'un pragmatisme économique fait, elle, consensus en ce qui concerne la problématique de transmission d'entreprise : « *a rare area of consensus* » titrera ainsi le Financial Times le 1^{er} avril 1986. L'allègement fiscal du dispositif du RES, qui prendra en 1987 la forme d'un crédit d'impôt équivalent à la quotité des intérêts d'emprunt relatifs à l'achat, s'intègre donc dans un environnement idéologique particulier, tourné vers des mesures facilitatrices de transmission d'entreprise (abattement sur les donations-partages, réduction des droits de mutation sur les fonds de commerce, etc.). Nous sommes ainsi face à un dispositif proche de l'intégration fiscale. Si la contrainte de détention de 50% du contrôle reste la même, une dérogation permet néanmoins maintenant l'émission d'actions à droit de vote double, mais également la souscription d'OBSA ou OCA lors de la création de la société. Il s'agit là d'un assouplissement pour le moins significatif puisque le RES est désormais ouvert au financement par tranches- ce qui était impossible auparavant-, et se rapproche un peu plus du LBO contemporain. Au-delà du cadre législatif, c'est au niveau de la mise en œuvre que la philosophie du RES évolue. Dans la mesure où les entrepreneurs doivent être sensibilisés au problème « transmission d'entreprise », la promotion du dispositif se doit d'être inscrite dans une démarche plus proactive. On assiste alors également à une mobilisation inédite des Chambres de Commerce et d'Industrie (CCI), l'objectif étant, outre un repérage préventif des entreprises potentiellement concernées, la valorisation du RES auprès de leurs managers. Ce sont ainsi les compétences et le potentiel, voire le patrimoine de ces managers qui vont devenir un enjeu pour les fonds d'investissement et institutions financières ; la question n'est plus d'ordre législatif mais pragmatique puisqu'il s'agit d'identifier des repreneurs de PME crédibles. C'est là un véritable défi dans la mesure où le RES s'avère peu propice aux *buy in*, le seuil de détention de 50% par les salariés réservant le RES aux *buy out*.

On comprend ainsi le retour sur le devant de la scène d'un discours médiatique quasi publicitaire à l'adresse de l'entrepreneuriat : il s'agit en effet de promouvoir une attitude managériale peu répandue dans un contexte encore empreint de capitalisme familial, celle consistant à prendre des initiatives et des risques, à « oser », en quelque sorte. Dans les années 80, la question du retour de l'entrepreneur au service du développement du *private equity* n'est d'ailleurs pas une spécificité française : elle a déjà été évoquée dans le cadre anglo-saxon (Wright *et al.*, 1992, 2000). Le cadre légal du RES ne facilitant pas le renouvellement des

équipes de managers dans ces entreprises, on ne verra néanmoins guère d'arrivée de cadres extérieurs. Le fait de trouver des repreneurs assez motivés pour affronter la prise de risque associée à la propriété d'entreprise constitue un défi pour les fonds d'investissement spécialisés dans le LBO mais cette difficulté s'ajoute à d'autres. En effet, les caractéristiques structurelles des PME françaises ne facilitent pas, loin s'en faut, l'utilisation du LBO : BNP, par exemple, évoque l'insuffisance de fonds propres et regrette que le taux élevé d'intermédiation bancaire soit un facteur négatif impactant fortement la population de cibles potentielles. De fait, une société-cible trop endettée voit sa capacité de remboursement limitée, ce qui pénalise les effets de levier : pour envisager un LBO, il faut une entreprise de faible valeur, ou, à défaut, des repreneurs peu ambitieux sur les primes de contrôle. Qui plus est, sur la période étudiée, les LBO s'avèrent très conservateurs en matière d'effet-levier (Desbrières et Schatt, 2002). Or, nous sommes au début des années 90 et cette donnée, s'ajoutant aux contraintes réglementaires, n'en fait pas la panacée promise pour solutionner les problèmes des transmissions d'entreprise, dont le nombre explose depuis 1988.

C] L'introduction du régime de l'intégration fiscale et l'essor du LBO

Ce sont deux dispositifs fiscaux qui cohabitent dans les montages de LBO entre 1987 et 1992 : le premier, le RES qui a vu son régime élargi en 1987, le second, l'intégration fiscale qui permet désormais l'imputation directe des charges d'intérêt de la holding sur les bénéfices de la société-cible. A la fin de l'année 1991, il sera impératif de justifier la pertinence d'un dispositif de RES, lequel est devenu une forme de dérogation au régime de l'intégration fiscale. Parallèlement, le nombre de LBO augmente considérablement puisqu'on recense, selon les sources, de 300 à 430 opérations entre 1983 et 1989 : l'essor du « vrai LBO » reste une évidence, avec plusieurs centaines de montages annuels, même s'il convient de rappeler que la proportion d'opérations à la fois sous RES et régime d'intégration fiscale n'apparaît pas dans les données dans les années postérieures.

Les chiffres avancés à partir de l'allègement de la fiscalité en 1987 ne sont guère crédibles : une centaine, selon certains mais les confusions sont telles que le nombre de RES est souvent surévalué, ce, au point de faire oublier leur caractère anecdotique. Qui plus est, il reste théoriquement possible de faire un « panachage », le LBO pouvant s'inscrire dans les deux dispositifs, même si le RES doit faire l'objet d'une détention à 95% de la société-cible par la holding. Nous ne connaissons pas d'autre cas de figure que celui de DARTY, par ailleurs le plus important RES de la décennie.

L'intégration fiscale ne limite toutefois plus les techniques de LBO à des *buy out*. On assiste en effet à un important essor des *buy in* entre la moitié et les deux tiers des opérations à effet de levier entre 1988 et 1992, lequel s'explique par l'élargissement du nombre de repreneurs potentiels d'entreprises et l'avantage fiscal de l'intégration. Certains fonds d'investissement (3I, par exemple) en font ainsi une stratégie de spécialisation, la recherche de candidats fiables pour le rachat à effet de levier devenant leur facteur de compétitivité.

Il reste ainsi à déterminer quelles ont été les réelles motivations du gouvernement dans sa valorisation du régime d'intégration fiscale, la finalité semblant bien être la volonté de résoudre le problème de transmission d'entreprise, mais aussi de promouvoir le LBO. Si l'on ne se fie qu'aux débats parlementaires et au rapport de la commission des finances (Loi de finance 1988), la réponse est simple : il n'est d'autres objectifs que la modernisation de la fiscalité des groupes et l'amélioration de la compétitivité des entreprises, à l'instar du régime fiscal des pays étrangers pour ces catégories. On ne trouve aucune mention d'un quelconque lien entre LBO et intégration fiscale alors même que la presse évoque régulièrement le fait que ce sont les déboires des opérations de RES (Darty, Reynolds...) qui expliqueraient l'adoption de ce régime. Lorsque le régime fiscal des groupes est adopté, le montage du RES de DARTY n'est pourtant pas encore finalisé et il paraît évident que c'est bien l'adoption du LBO qui l'a facilité et parachevé. Les détracteurs du RES n'ont d'ailleurs cessé de citer les difficultés administratives et juridiques rencontrées par les entreprises précitées (Darty, REYNOLDS) à titre d'exemple du, selon eux, « mirage de l'actionnariat-salarié ». Lors du ralentissement économique de la fin des années 80, on ne peut en effet nier les nombreux RES qui se sont soldés par des échecs depuis le début du dispositif : des successions en font partie (Pier Import, Quercy-Metal, Jeanneau ou Eminence), au même titre que des *spin-off* (Lebranchu, par exemple).

Il faut attendre 1988, et l'amendement Charasse, pour que la difficile relation entre intégration fiscale et LBO soit évoquée. L'objectif est clair, il est impératif d'anticiper toute utilisation opportuniste du régime d'intégration fiscale dans les opérations de LBO. Le ministre du budget justifie en effet cet amendement en expliquant avoir pris connaissance « *au cours de ces derniers mois, d'un certain nombre de montages purement artificiels et à but purement fiscal, consistant à endetter des sociétés françaises en général constituées à cet effet, pour le rachat d'autres sociétés détenues par le même actionnaire, en général étranger* ».

La suite du propos « *Grâce au système de l'intégration fiscale, la déduction des intérêts vient ainsi compenser les bénéfices de la société rachetée. En pratique, c'est comme si une société s'endettait pour se racheter elle-même, ce qui n'est pas l'utilisation la plus rationnelle, on en*

conviendra, de ses ressources » le confirme, nous sommes face à un dispositif de lutte contre les abus de droit. Il s'agit de retrouver l'esprit rigoureux des critères d'éligibilité existant dans le RES mais également de prévenir une éventuelle utilisation du régime d'intégration fiscale dans un cadre de « rachat à soi-même », ce, par le biais d'une neutralisation de la déductibilité des charges d'intérêt de la dette contractée lors de l'achat. Or, dans la mesure où, en assimilant le LBO à un rachat à soi-même, il introduit de facto une présomption irréfragable d'abus de droit, cet amendement revêt d'évidence un caractère exceptionnel ; la jurisprudence ultérieure soulignera d'ailleurs la difficulté de son application, tant il paraît difficile d'appréhender la définition de contrôle (qui plus est, s'il est conjoint).

A la fin des années 80, le régime de l'intégration fiscale signe l'échec d'un développement du LBO pensé sous un angle social.

En 1991, les débats relatifs au RES indiquent que les objectifs ont changé, et c'est ce qui justifie son existence juridique en parallèle du LBO par intégration fiscale. C'est également l'année de la modification de la fiscalité du RES à travers la suppression du crédit d'impôt dont bénéficiait la holding au titre de l'IS. La conséquence est évidente : il devient impossible d'imputer les intérêts de la holding sur les bénéfices de la société-cible (en proportion de la quote-part détenue), excepté si la holding de reprise détient à 95% la société-cible pour bénéficier du régime d'intégration fiscale. Le dispositif devient de fait une menace pour la pérennité du RES, ce, en raison de deux importantes difficultés : l'importance de l'apport des salariés qui est requis et la nécessité de réunir 95% du capital de la société-cible pour bénéficier de l'effet de levier fiscal.

La réforme met ainsi un point final à l'incitation économique du RES (1987) concernant l'impôt sur les bénéfices. Les opposants à cette réforme y voyant un frein au dispositif, voire sa fin annoncée. Les débats relatifs à l'actionnariat-salarié et à la spécificité française du RES resurgissent de façon virulente.

Le consensus entre le PS et le RPR sur l'aspect juridique et les objectifs de ces montages éclate et l'on verra le député Jacques Roger-Machart, détracteur partiel de la réforme, justifier sa signature au bas d'un rapport demandant la dissociation de l'objectif social du RES, (l'actionnariat-salarié), de l'objectif économique (l'intégration fiscale), en dénonçant l'effet de levier : « *Certes, faire jouer l'effet de levier et favoriser la transmission d'entreprise sont des objectifs sains et même souhaitables mais ce n'était pas la finalité prévue pour le RES* ».

Ce dispositif, en quelque sorte hérité du RES, représente déjà une anomalie vis-à-vis du principe de neutralité fiscale. Il suffit de relire les différents amendements alors proposés pour comprendre la difficulté juridique qui ressort de l'introduction du régime d'intégration fiscale pour les opérations de rachat. Le contexte de ralentissement économique, responsable de difficultés de solvabilité auxquelles s'ajoutent des taux d'intérêt élevés, va néanmoins considérablement compromettre ces opérations.

Contrairement aux débats de 1984 et 1987, le RES fait l'objet de nouvelles dissensions, ce qui explique par ailleurs le nombre élevé d'amendements. Certains groupes (Alain Richard) suggèrent une solution intermédiaire, la conservation du crédit d'impôt pour la holding, assortie d'une hausse de la participation nécessaire de 50 à 70%, alors que d'autres (Jacques Roger-Machart) envisagent la banalisation d'un taux de participation à 95% en contraignant les actionnaires minoritaires à échanger leurs actions contre celles de la holding, voire en leur imposant une offre de retrait

C'est dans cet environnement qu'émerge pour la première fois l'idée d'encourager le rachat d'entreprises en empêchant le blocage par une minorité d'actionnaires. Cette entorse au principe d'égalité des actionnaires pour le seul bénéfice d'un dispositif dérogatoire paraît néanmoins inenvisageable. En effet, d'une part, les intérêts minoritaires sont traditionnellement protégés par le droit des sociétés, d'autre part le marché du LBO est alors la cible d'enquêtes à l'initiative de la COB, précisément pour le non-respect du principe d'égalité à l'information des actionnaires (par exemple, dans le cadre de l'atteinte des 95% de détention du RES de Darty).

D'autres propositions suggèrent alors une diminution à 80% du taux de détention (Gilbert Plantier) pour accéder au régime d'intégration fiscale: les réflexions relatives à cette réforme conduisent ainsi à une interrogation sur la pertinence d'un seuil de 95% alors que la plupart des pays appliquent un taux plus faible. De fait, les fonds d'investissement jugent les seuils de détention obligatoires des dispositifs de RES et d'intégration fiscale contraignants pour le LBO et le dispositif de RES dénué d'intérêt en l'absence de crédit d'impôt au titre de l'IS. Le risque d'abus de droit et de spéculation sont alors les arguments justifiant le rejet des autres solutions évoquées.

Pour conclure cette section, ni ces particularités juridiques, ni la morosité économique n'ont empêché la France de la décennie 80-90 d'être sur le podium du LBO, derrière le Royaume-Uni (Manigart *et al.*, 1999) : la transmission des entreprises reste l'urgence économique qui compense les difficultés, même si on observe le développement de conventions de

« *management fees* » à la suite de la perception d'un seuil trop élevé. En 1989, on compte rapidement un nombre élevé de LBO, avec l'introduction du régime de l'intégration fiscale, comme en témoignent les besoins croissants en restructurations et transmissions d'entreprises.

Toutefois, si on analyse la situation sur un plan plus global en ne tenant compte que des critères et objectifs initialement fixés par le gouvernement socialiste, force est de constater que, d'une part l'évolution du dispositif juridique et fiscale du RES, d'autre part l'arrivée du régime de l'introduction fiscale ont été les révélateurs d'une forme d'échec de l'appropriation du LBO en France.

Certes, les garde-fous juridiques restent nombreux, mais ce détournement progressif indique néanmoins une politique à la fois plus pragmatique et plus libérale, même si certaines limites n'ont pas été franchies (dont la protection des actionnaires minoritaires).

Le discours d'Yvan Bloc, sur la place de l'Etat et l'initiative privée, résume remarquablement la remise en question du dirigisme étatique. On assiste en effet à un assouplissement du droit des sociétés et de la fiscalité pour davantage de libéralisme, évolution inscrite dans une pensée économique pragmatique qui s'avère plus consensuelle que celle d'une libéralisation financière assumée.

VI] Discussion et implications

Les années 80 sont donc marquées par un écart important entre les besoins économiques contractuels pour les montages de LBO et le cadre légal qui le définit : l'ampleur des besoins a pourtant été très tôt anticipée par les pouvoirs publics, comme en témoignent le rapport Dautresmes ou les débats parlementaires de l'époque. Cette nécessité de définir un cadre économique et fiscal favorable au LBO et, plus largement, aux transmissions d'entreprises, n'a pas trouvé immédiatement d'écho, que ce soit dans les initiatives législatives gouvernementales ou dans la mise en œuvre du RES dans les années 1983-88. Qui plus est, en étant guidé par deux objectifs, d'une part le développement de l'actionnariat-salarié, d'autre part la limitation des effets d'aubaine, l'Etat fait le choix de faire du régime fiscal et légal du LBO une spécificité au régime de droit commun. Il adopte ainsi alors une trajectoire de développement qui le distingue délibérément de celle des Etats-Unis et du Royaume-Uni et indique sa volonté de concilier économie sociale et libéralisme au travers de la différenciation des montages financiers de ces deux dispositifs. En effet, dans les pays anglo-saxons, le LBO a pu émerger

sans changements législatifs majeurs en raison d'un droit fiscal et d'un droit des minoritaires déjà compatible avec les nécessités de ces montages.

L'évolution se fera toutefois à la fin de la décennie 80 : la mise en place d'un régime fiscal spécifique aux groupes annonce de facto le renoncement au cloisonnement des opérations. Cette volte-face, tardive, s'interprète comme une réponse à la forte demande économique concernant ces dispositifs, mais également comme le résultat de l'émergence d'une pensée économique pragmatique au milieu des années 80 et de bouleversements plus larges associés à la déréglementation.

La théorie de l'origine légale intègre les notions de canal d'adaptabilité et de canal politique. Partant de là, cet écart peut être interprété comme la conséquence des effets combinés des caractéristiques du système légal et de l'influence du système politique.

Nous l'avons vu, le LBO, tel qu'il existe aux Etats-Unis ou en Grande Bretagne, restait une innovation radicale difficilement acceptable sur le plan juridique en France. D'une part, il a fallu attendre les années 80 pour y voir un régime fiscal dédié aux groupes, d'autre part, le droit des offres encore peu développé impliquait de facto un principe de protection des actionnaires minoritaires très prégnant. Sur le plan politique, le choix de réserver l'opération de LBO aux salariés dans le seul contexte des transmissions d'entreprise difficiles s'inscrit en continuité du développement de fonds de private equity social et de proximité. C'est donc au travers des objectifs assignés par le gouvernement socialiste, mais également de leur matérialisation dans le cadre juridique et fiscal du RES que nous percevons l'influence du système politique sur le développement du LBO. L'impact des représentations, en défaveur de ces montages, n'est pas sans effets également.

La focalisation du gouvernement de l'époque et des institutions parlementaires sur l'image spéculative d'un LBO anglo-saxon associé n'est pas anodin : la volonté persistante d'empêcher tout abus de droit et effet d'aubaine en France a sans nul doute contribué à entraver une vraie politique d'encouragement à la mise en œuvre du RES. Ce sont en effet cette image spéculative des montages et l'attachement à un droit protecteur des minoritaires et préservateur des recettes fiscales qui permettent de comprendre comment le dirigisme étatique s'est manifesté dans le LBO.

Le constat est, il est vrai, en lui-même paradoxal comparé aux explications du développement des LBO dans les travaux de Jensen, selon lesquels le mouvement de LBO est une réaction de marché à une régulation inadaptée.

Dans un contexte où la presse présente les montages de LBO par les fonds d'investissement comme solutions à de nombreuses problématiques, ce dirigisme étatique est perçu à la fois comme pesanteur administrative et entrave à toute liberté économique.

Sur le plan théorique, et dans la mesure où l'on dépasse la seule étude de l'influence unilatérale du système légal sur le développement financier, cette étude démontre l'intérêt du recours à une démarche historique : elle permet en effet d'enrichir l'interprétation des résultats des travaux économétriques dès lors que la théorie de l'origine légale se généralise. A cet égard, l'analyse des débats parlementaires constitue une excellente source pour comprendre les influences réciproques du système légal et politique sur le développement financier.

Ce centrage sur les débats parlementaires pose en revanche des limites si l'on se propose de restituer de façon plus exhaustive le rôle des activités de lobbying sur le développement de la LBO, ce, d'autant que le lobbying n'est intégré que par l'entremise de la presse financière. Il serait d'ailleurs pertinent de se livrer à une analyse plus approfondie des activités de lobbying des fonds d'investissement et des associations de capital-investissement dans les années 80 : il s'agit en effet d'un des canaux, même si ce n'est le seul, qui permet au développement financier d'agir sur l'évolution du système légal (Bedu, 2013). L'étude de la presse économique à partir de 1985-86, dates de début de pénétration du marché français par les fonds d'investissement, rend également compte du rôle important de la diffusion des techniques d'ingénierie financière de la part des fonds d'investissement, en particulier britanniques, à l'intention des banques et de leurs homologues français.

La question du rôle de la transmission de ces savoir-faire lors de l'entrée sur le marché des fonds anglo-saxons reste ainsi posée : ont-ils contribué à accélérer le développement des LBO en France. Cette étude s'est concentrée de façon unidirectionnelle sur les effets du cadre légal et son évolution dans le développement des montages de LBO, conformément à la théorie de l'origine légale.

Elle exclut donc en partie les influences du développement du private equity, de la multiplication des fonds d'investissement et leur institution sous la forme de l'AFIC, sur les évolutions de ce cadre légal. Une étude des pratiques de Lobbying plus poussée s'avère ainsi intéressante pour compléter cette étude.

CHAPITRE III : LES EFFETS DE LA GESTION COMPTABLE ET REELLE DU RESULTAT DANS LES TRANSACTIONS DE LBO ET MBO SUR LA PRIME DE CONTROLE : ETUDE SUR UN ECHANTILLON INTERNATIONAL

Résumé :

Nous étudions les effets de la gestion du résultat sur la prime de contrôle dans la période qui précède l'annonce des opérations de LBO et MBO à partir d'un échantillon international de 224 opérations de rachat avec effet de levier sous forme de retraits de cote sur la période 2008-2021. Nous étudions les effets de la gestion comptable et de la gestion réelle du résultat sur la prime de contrôle dans ces opérations. Nos résultats montrent que les différences de politique comptable à l'égard du prix de transaction ne s'expliquent pas en dissociant les MBO des autres opérations à effet de levier. En revanche, le caractère amical des transactions et l'initiative de l'opération –cible *versus* acquéreur – semblent expliquer ces différences de comportement en matière de gestion du résultat. D'abord, la gestion comptable du résultat est anticipée par les acteurs de marchés et n'affecte pas la prime de contrôle versée par l'acquéreur. De surcroît, les tentatives de manipulation des ventes à la hausse dans la période pré-rachat entraînent une diminution significative de la prime de contrôle. Ainsi, les résultats démontrent que le coût de ces manipulations est donc anticipé.

Mots-clés : LBO – MBO – Gestion du résultat – Prime de contrôle

Abstract:

We study the effects of earnings management on the control premium in the period preceding the announcement of LBO and MBO transactions based on an international sample of 224 leveraged buyouts in the form of delistings over the period 2008-2021. We examine the effects of accounting and actual earnings management on the control premium in these transactions. Our results show that differences in accounting policy with respect to transaction price cannot be explained by separating MBOs from other leveraged transactions. On the other hand, the friendly nature of the transactions and the initiative of the transaction—target versus acquirer—seem to explain these differences in earnings management behavior. First, earnings management is anticipated by market participants and does not affect the control premium paid by the acquirer. Furthermore, attempts to manipulate sales upward in the pre-acquisition period lead to a significant decrease in the control premium. Thus, the results show that the cost of such manipulations is therefore anticipated.

Introduction

La compréhension des déterminants des opérations de LBO et MBO et plus largement des opérations de fusions-acquisitions dans la littérature en finance a considérablement évolué avec les travaux de Axelson *et al.* (2009 ; 2013). Ces derniers démontrent l'influence prépondérante des conditions du marché de la dette sur la survenance et les caractéristiques des transactions, au-delà des caractéristiques spécifiques habituellement testées. Ces transactions, outre l'importance des enjeux qu'elles représentent pour le *private equity*, sont utiles théoriquement pour confronter théories et hypothèses divergentes dans un contexte extrême de changement drastique à la fois dans la structure de financement et dans le mode de gouvernance de l'entreprise, qu'elle soit cotée ou non (Kochhar, 1996). En effet, les sociétés-cibles de LBO, dans les contextes de retrait de côte ont été accusées de pratiques de mauvaise gouvernance (Jensen, 1986 ; 1993). Les opérations à effet de levier sont entendues ici comme des opérations de rachat d'entreprises associant des niveaux de dette élevés dans le paiement du prix de transaction et impliquant soit un investisseur extérieur (LBO) soit un repreneur interne à l'entreprise qu'il soit salarié ou dirigeant (MBO).

Parallèlement, la littérature en comptabilité, avec notamment les travaux précurseurs de DeAngelo (1986) sur la politique comptable des entreprises impliquées, s'est essentiellement concentrée sur la manipulation des résultats lors de la période *pre-buyout* dans les MBO. Les transactions de LBO et MBO constituent un cadre idéal, dans la logique contractuelle, pour observer la gestion du résultat. Les hypothèses habituelles sont néanmoins faiblement corroborées dans les travaux précédents et les résultats demeurent mitigés. Les études se concentrent sur de petits échantillons ce qui est une conséquence de critères de sélection exigeants et de la contrainte de disponibilité des données mais ces études devraient pourtant normalement faciliter la détection de la gestion des résultats. Les travaux les plus récents comme ceux de Fisher et Louis (2008) ou Mao et Reneboog (2015) ont discuté du rôle dissuasif que la présence de la dette entraînait sur la gestion des résultats.

L'objectif de cette étude est, dans un premier temps de tester les hypothèses traditionnellement admises en matière de gestion comptable et de gestion réelle dans les transactions de LBO et MBO puis, dans un second temps, de tester l'effet de ces leviers de gestion sur la prime de contrôle réalisée dans les transactions. Nous constituons un échantillon international de 224

transactions de LBO (184) et MBO (40) réparties dans 5 pays, Etats-Unis, Canada, Chine, Japon et Royaume-Uni par retrait de cote sur la période 2008-2021. Au vu du caractère mitigé des résultats antérieurs de la littérature, nous recourons à de multiples mesures de la gestion du résultat en mobilisant à la fois un groupe de contrôle et une mesure des *performance matched discretionary accruals*. Nous incorporons également une mesure des *accruals* qui suit les recommandations de Ball et Shivakumar (2006) sur la nécessité de neutraliser l'incidence de la reconnaissance asymétrique des pertes sur la mesure des *accruals* anormaux et la détection de la gestion des résultats. En effet, le biais induit par la reconnaissance asymétrique dans la mesure des *accruals* anormaux est susceptible d'être conséquent dans une étude sur les montages financiers qui incorporent des quantités de dette importantes.

En termes de résultats, cette étude trouve une forte hétérogénéité en matière de comportement de gestion comptable et réelle des résultats. La distinction héritée de la littérature dissociant les montages de LBO et MBO pour synthétiser les incitations divergentes des dirigeants en matière de gestion comptable et réelle des résultats s'avère insuffisante pour expliquer cette hétérogénéité. Seule une fraction d'environ 47% des entreprises-cibles de l'échantillon propose une gestion comptable à la hausse du résultat tandis que nous trouvons en moyenne un recours significatif à la manipulation des ventes dans les deux sous-échantillons. Enfin nous trouvons que la gestion comptable du résultat n'a pas d'effet significatif sur les primes de contrôle, et nous montrons de plus que les pratiques de manipulation des ventes à la hausse sont associées négativement à la prime de contrôle.

Nous invoquons plusieurs raisons pour évoquer ces résultats contradictoires qui ne sont pas nécessairement liés à des particularités des montages de LBO-MBO mais sont des déterminants que l'on retrouve dans la littérature comptable en matière de fusions-acquisitions. En premier lieu, le caractère *in fine* amical des transactions de notre échantillon et la source de l'initiative des transactions ne sont pas compatibles avec l'établissement de primes de contrôle modérées susceptibles d'encourager un repreneur au rachat. En second lieu, dans un cadre amical, négocié et planifié longuement à l'avance, il est peu probable qu'une politique comptable opportuniste, en faveur des dirigeants ou des anciens actionnaires puisse être mise en œuvre efficacement sans être anticipée rationnellement par le marché. Enfin, la situation économique dégradée des firmes de l'échantillon et la nature peu-synergique des transactions peuvent expliquer la volonté de conduire une politique agressive. Une politique agressive, si elle n'est pas anticipée par le marché, pourrait permettre de mieux négocier la prime de contrôle et l'effet de levier. Cette

situation de ralentissement voire de déclin dans la performance des entreprises-cibles peut ainsi aller à l'encontre des incitations générées par les spécificités de ces montages.

Dans un premier temps, la revue de littérature rappelle les enjeux théoriques de l'étude de ces transactions pour montrer que celles-ci constituent un cadre idéal pour tester, à l'image d'une expérience contrôlée, les mesures de la qualité de l'information comptable et les hypothèses conflictuelles qui les entourent (Dechow *et al.* 2010). Par la suite, nous positionnons les résultats et les méthodologies variées utilisées depuis les années 80 pour discuter de gestion comptable du résultat dans les MBO et, dans une moindre mesure, les LBO.

Afin de démontrer nos hypothèses nous recourrons à quatre mesures des *accruals* anormaux : 1) les résidus issus du modèle de Jones modifié (Dechow, 1995) 2) la mesure proposée par Kothari *et al.* (2005) contrôlant la performance passée des sociétés 3) nous souhaitons ensuite contrôler le biais introduit par l'effet asymétrique de la reconnaissance des pertes relativement aux gains dans les *accruals* anormaux (Ball et Shivakumar, 2006) 4) enfin nous utilisons le même modèle que précédemment en excluant les *accruals* de long terme de la mesure, jugés conservateurs, pour mieux contrôler l'effet de la prudence conditionnelle sur la mesure des *accruals* anormaux. De ces quatre mesures nous en dérivons quatre autres en ôtant les *accruals* anormaux moyen d'un groupe de contrôle élaboré à partir du niveau de performance des firmes le plus proche dans le même secteur (Kothari *et al.* 2005). La gestion réelle des résultats est, quant à elle, mesurée au travers de trois caractéristiques : 1) la manipulation des ventes 2) la manipulation des dépenses discrétionnaires 3) la manipulation des coûts de production, suivant la démarche de Roychowdhury (2006).

Le reste de l'article est décomposé comme suit : nous proposons d'abord une brève revue de la littérature sur l'évolution des déterminants des montages de LBO dans la littérature en finance afin de contextualiser notre étude dans un cadre plus large avant d'évoquer les résultats et hypothèses traditionnelles de la littérature en comptabilité sur ces montages. Enfin nous intégrons à nos hypothèses les résultats récents de la littérature en matière de gestion comptable et de gestion réelle des résultats dans un contexte amical de rachat.

II] Hypothèses et revue de littérature

A] De l'intérêt d'étudier le contexte des MBO et LBO en comptabilité

Les premiers travaux sur les opérations de MBO et LBO aux Etats-Unis se sont attachés à étudier la cause de la création de richesses - jugée anormale - générée à l'occasion de la transaction dans un contexte médiatique de fortes controverses (Kaplan, 1989 ; Grundfest, 1989). Cette création de richesses peut être appréhendée classiquement au travers de l'étude des primes de contrôle observées lors des transactions ou encore par le rendement, dégagé à l'occasion de la réintroduction en bourse de la société (Chou *et al.* 2006).

L'hypothèse de flux de trésorerie disponibles élevés et la nécessité de contrôle par la dette (Jensen, 1986 ; DeAngelo et DeAngelo, 1987) causé par une mauvaise gouvernance (Jensen, 1989 ; 1993) rencontra un vif succès. Les entreprises-cibles de rachats hostiles avec effet de levier dans les années 80 ont une faible croissance des ventes, des ressources non distribuées significativement supérieures à la moyenne et les cibles sont davantage diversifiées (Lehn et Poulsen, 1989 ; Opler et Titman, 1993). En conséquence de la baisse de valorisation des entreprises et de l'existence d'opportunités d'investissement rentables non saisies, les *leverage buy out* (LBO) et capital-investissement ont proliféré, offrant un cadre de contrôle nouveau aux actions des managers. La dette incite par ailleurs à la maximisation de l'effort des managers qui était auparavant détérioré par des mécanismes d'incitations insuffisants (Kaplan, 1993). De nombreux travaux étudient alors l'évolution de la performance opérationnelle dans la période qui suit le rachat. Des augmentations significatives dans les résultats, la trésorerie nette et des flux d'investissement négatifs sont alors observés (Kaplan, 1989a ; 1989b). Dans ses travaux, Jensen ira jusqu'à ériger le recours au *private equity* comme un modèle de financement et de gouvernance idéal pour inciter les dirigeants à la création de richesses au détriment des marchés de capitaux. Le titre de son article dans la revue *Harvard Business review* « Eclipse of public corporation » (1989), est à ce point évocateur. Ses opinions critiques sur l'efficacité de la gouvernance des sociétés cotées sont alors partagées (Rappaport, 1990).

Outre cette pure création de valeur, d'autres travaux s'attachent à une hypothèse de transfert de richesses au détriment des autres parties prenantes. Le cas d'un prix de rachat anormalement bas, en raison d'une insuffisance d'offre concurrente ou d'une asymétrie d'information est alors discutée (Kaplan, 1989) de même que le transfert de richesses des détenteurs d'obligations vers les actionnaires (Amihud, 1989 ; Kaplan et Stein, 1990). D'autres travaux encore envisagent

également la compression de la masse salariale comme source de transferts de richesse (Shleifer et Summers, 1988).

Plus loin, les travaux sur la *market timing theory* (Baker et Wurgler, 2002) discutent du rôle des historiques de données de marché, de la survenance de phases de sous-évaluation et de surévaluation des prix d'actions dans les choix de financement des firmes d'émettre ou de racheter, de façon opportuniste, leurs actions. Dans le contexte du LBO, cela implique que le rachat avec effet de levier serait avant tout induit par l'évolution conjoncturelle de l'accès aux diverses sources de financement, marché de dette et marché de capitaux propres, plutôt que par les caractéristiques individuelles et structurelles des firmes. Sur un échantillon large et international, Axelson *et al.* (2013) démontrent que les LBO sont essentiellement influencés par les séries temporelles des conditions d'accès au marché de la dette plutôt que par des différences de caractéristiques entre les firmes-cibles et leurs comparables cotés.

Sans rechercher l'exhaustivité dans un courant de recherche très important, les opérations de LBO et MBO sont réputées entachées par des conflits d'intérêts de grande ampleur, puisque, à en croire les travaux de Jensen ils sont à l'origine de ces opérations de rachat et retrait de cote. L'incapacité du mode de gouvernance des sociétés cotées à contrôler l'action des dirigeants est jugée comme la source de comportements opportunistes. L'incapacité du mode de gouvernance des sociétés cotées à contrôler l'action des dirigeants est jugée comme la source de comportements opportunistes. Cet opportunisme se manifeste historiquement par le recours massif à la diversification de la part des dirigeants. Face à l'insuffisance de mécanismes de gouvernance efficients, cette diversification se révèle destructrice de valeur au point où les opportunités d'investissement non-saisies et les possibilités de rationalisation aboutissent au rachat de l'entreprise par ces mêmes dirigeants (MBO, BIMBO etc.) ou par d'autres catégories d'investisseurs (LBO) (Jensen, 1993).

Pour certains auteurs, comme Kochhar (1996), les opérations de LBO permettent d'identifier les déterminants de la structure de financement des entreprises en testant les théories disponibles dans un cadre unifiant finance d'entreprise et management stratégique. Le LBO est alors l'opportunité de tester des théories alternatives - dans un cadre extrême – au moyen du changement dans la structure de financement, avec une substitution des capitaux propres par de la dette et du changement dans le mode de gouvernance avec la survenue d'un actionnariat actif. De la même façon, en comptabilité, les LBO sont un objet d'étude facilitant l'analyse des effets d'un contexte d'incitations multiples sur la qualité de l'information comptable (Fisher et Louis, 2008). L'opportunité fournie par ces transactions n'a, aujourd'hui/à ce jour été saisie que dans

le domaine de la gestion du résultat ; à notre connaissance, aucun travaux effectués dans ce contexte ne porte sur d'autres mesures de la qualité de l'information comptable. Les caractéristiques économiques et financières bien particulières de ces transactions sont désormais bien connues en raison de la multitude des travaux disponibles en finance. Nous comptons précisément sur ces apports pour nous aider à enrichir les travaux - peu nombreux - et hypothèses en matière de qualité de l'information comptable. Jusqu'à présent ces travaux se sont exclusivement centrés sur la gestion du résultat au cours de la période qui précède la transaction de LBO sans s'intéresser à d'autres mesures de la qualité de l'information comptable. Or, l'utilisation d'autres mesures de la qualité de l'information comptable permettrait d'inférer sur les priorités exercées par les dirigeants faisant face à des objectifs contradictoires. Ainsi, nous percevons le LBO comme une forme d'expérience contrôlée susceptible de nous permettre d'améliorer notre compréhension des déterminants de la qualité de l'information comptable. Dans ce premier travail nous nous centrerons sur les *proxys* couramment utilisés pour discuter de la relation entre actionnaires et dirigeants, à savoir la gestion des résultats avant d'envisager dans des travaux ultérieurs d'autres mesures de la qualité de l'information comptable.

Nous constatons un décalage entre l'évolution de la compréhension des déterminants théoriques des opérations de LBO/MBO dans les travaux en finance et les raisonnements théoriques invoqués dans la littérature comptable. Cela pourrait expliquer la difficulté rencontrée à conclure sur les hypothèses de gestion du résultat dans ces montages particuliers. Nous proposons de reprendre dans la section suivante la littérature et les hypothèses traditionnellement développées dans les travaux sur la gestion des résultats LBO/MBO avant d'y adjoindre des découvertes récentes en matière de fusions-acquisitions et de prime de contrôle.

B] Les hypothèses conventionnelles de la littérature en matière de gestion du résultat dans les montages de LBO et MBO

Les années 80 sont parsemées de controverses médiatiques en matière de LBO et MBO. Aux Etats-Unis comme en France, la question des restrictions des LBO/MBO et le besoin d'une vigilance accrue des autorités de marché afin de garantir le partage équitable de la valeur de l'entreprise à l'occasion de ces transactions est évoquée (Jensen, 1989). Cet auteur développe l'utilité des opérations de LBO pour des entreprises matures laminées par les conflits d'intérêt (Jensen, 1986, 1988, 1993), les MBO aux États-Unis pourraient tout aussi bien être une manifestation de ce même opportunisme dénoncé. A cette époque, l'auteur ne tarit pas d'éloges

sur l'intérêt du recours aux LBO en soulignant le rôle disciplinaire de la dette et les insuffisances de la gouvernance des entreprises cotées. Son article de 1989 dans l'*Harvard Business Review*, « *eclipse of public corporation* », est à cet effet évocateur. Le risque de conflits d'intérêts entre les managers-repreneurs d'une société sur le point d'être retirée de la cote et les anciens actionnaires nourrit les débats autour du risque de manipulation de l'information comptable.

Dans les transactions de MBO l'introduction d'un biais dans les nombres comptables, à travers les méthodes d'évaluation, est susceptible d'affecter le prix en faveur du manager-repreneur ou encore les conclusions des tribunaux qui ont recours à l'information comptable (DeAngelo, 1986). Le premier échantillon étudié de 64 MBO entre 1973 et 1982 étudié par DeAngelo, utilisant le changement dans les *accruals* discrétionnaires ne montre pas de changement significatif à la baisse dans les *accruals* discrétionnaires. A l'époque, la mesure utilisée est discutable car elle suppose une stabilité des *accruals* non-discrétionnaires. L'auteur impute l'absence de résultats à la difficulté de mesure des *accruals* de son modèle, mais elle n'exclut pas l'hypothèse selon laquelle les parties prenantes pourraient finalement ne pas être naïves envers un changement brutal dans les *accruals*. Les dirigeants peuvent alors choisir de ne pas générer un signal négatif qui serait rationnellement anticipé par le marché. D'autres études suivirent afin de conforter les résultats. Perry et William (1994), sur un échantillon plus large de 175 MBO de 1981 à 1988, associé à un groupe de contrôle et au modèle de Jones (1991) démontrent en moyenne une gestion à la baisse des résultats. La différence entre ces résultats s'explique par les critères de sélection des échantillons et la situation financière des entreprises. Certains auteurs retirent de l'échantillon les MBO en seconde offre c'est-à-dire les offres visant à concurrencer une OPA jugée hostile. Tandis que le modèle de DeAngelo présuppose que les *accruals* non-discrétionnaires sont constants, ce qui ne peut être le cas sur un échantillon d'entreprises majoritairement en difficulté. De façon surprenante, le classement de l'échantillon par niveau d'endettement ne montre pas de différences de gestion du résultat entre les firmes de l'échantillon. Ultérieurement, Wu (1997) exclut les MBO de son échantillon, réduit à 87 transactions entre 1980 et 1987. L'auteur montre que les changements dans les résultats avant opérations extraordinaires sont significativement plus faibles que ceux de l'industrie et interprète ce changement comme une gestion à la baisse des résultats. Ici encore, les résultats sont admis être susceptibles d'être guidés par un changement dans les fondamentaux économiques des firmes rachetées. Le premier auteur à considérer les différentes formes de rachat à effet de levier est Le Nadant (1999) qui conserve l'hypothèse de gestion à la baisse des résultats en matière de MBO et suppose à l'inverse une gestion à la hausse du résultat dans les montages de LBO en vue de maximiser la valeur de transaction. Sur un échantillon français de

118 opérations entre 1994 et 1997, elle ne démontre pas de changement significatif dans les *accruals* discrétionnaires l'année qui précède la transaction.

Seuls les travaux de Fischer et Louis (2008) et Mao et Reneboog (2015) tiennent compte du caractère conflictuel des incitations à gérer les résultats en présence d'un effet de levier anticipé important. Fischer et Louis, en utilisant un modèle d'*accruals* discrétionnaires qui leur est spécifique, montrent qu'à mesure que le niveau d'endettement des firmes s'accroît, le niveau des *accruals* anormaux de court terme se réduit. De plus, la significativité de la variation moyenne de ces *accruals* diminue également. Notons que les auteurs, n'utilisent pas l'effet de levier de la transaction à venir mais le degré de dépendance au financement externe de l'exercice considéré pour scinder leur échantillon. Le cas des études sur le Royaume-Uni est éloquent pour démontrer la diversité des résultats en matière de gestion du résultat. Mao et Reneboog (2015) testent l'hypothèse de gestion des résultats sur les LBO et MBO en recourant à la fois à la gestion réelle et comptable. Les cibles de MBO gèrent significativement à la baisse leurs résultats, et le font davantage que les cibles de LBO. Tutuncu (2019) démontre des résultats opposés sur un échantillon de 291 MBO sur la période 2004-2012 et constate une gestion à la hausse du résultat dans la période qui précède le MBO, suivie d'une dégradation de la performance après le rachat. Enfin, Yu (2015) ne découvre pas de différence significative en matière de gestion comptable à la baisse du résultat relativement à un groupe de contrôle.

Ces travaux sur la gestion comptable ou réelle dans les opérations de LBO demeurent peu nombreux et couvrent à la fois des périodes, pays et mesures des *accruals* anormaux très différents rendant difficile les conclusions en raison des divergences de résultat. A proprement parler, ces études se concentrent essentiellement sur les MBO. Ceux-ci sont généralement un épiphénomène en valeur et en volume au sein des mouvements de LBO, en particulier lorsqu'il s'agit, comme le plus souvent dans ces études, de se concentrer uniquement sur les retraits de côte, pour des raisons souvent d'accessibilité des données. Notons également que, en théorie, plus la participation *ex ante* des managers dans le capital de la société qu'il rachète est grande, moins il sera enclin à gérer à la baisse le résultat de l'entreprise. La baisse potentielle de la valeur de transaction qui en résulterait causant une dévalorisation de sa participation. Toutefois, s'il est mentionné (Perry et Williams, 1994) cet argument contre-incitatif n'est guère pris en compte dans les études. Enfin, seule une minorité de travaux tient compte des effets désincitatifs liés à la dette, sans d'ailleurs nécessairement utiliser la dette effectivement levée lors de la transaction pour présenter les résultats. Si les firmes-cibles anticipent non seulement la transaction et la levée de fonds requise mais aussi le changement permanent dans la gouvernance et la structure de financement, la politique comptable menée dans la période pré-

LBO devrait tenir compte de ces anticipations plutôt qu’être envisagées exclusivement à l’aune des nombres comptables actuels. Enfin, les divergences d’incitations dans la qualité du *reporting* portées par des besoins informationnels différents des marchés de capitaux et les besoins des marchés de la dette (Ball *et al.* 2008) ne sont pas nécessairement capturées correctement par les *accruals discrétionnaires*.

Selon Jensen, les montages de LBO apparus dans les années 80 aux États-Unis sont la conséquence spontanée de la réaction des marchés financiers face à la montée des coûts d’agence dans les entreprises cotées. L’auteur identifie le manque d’investisseurs actifs et la régulation post-crise 1929 comme les causes directes de la montée des coûts d’agence et de la recrudescence de retraits de cote sous forme de LBO (Jensen, 1989). À ce stade, il juge le *private equity* comme un mode de gouvernance plus efficient que le modèle de la firme cotée à l’actionnariat dispersé. Au centre de la promotion de ces montages, il identifie le rôle disciplinaire de la dette comme le moyen principal de réduire les coûts d’agence et inciter les firmes destructrices de valeur à se restructurer après une opération de rachat par LBO (Jensen, 1986). L’accroissement de la dette à la suite du rachat va de pair avec une augmentation du risque de faillite et des coûts de faillite tandis que la charge de celle-ci ponctionne les flux de trésorerie disponibles des entreprises et limite la manifestation de l’aléa moral des dirigeants. Les investissements ostentatoires et destructeurs de valeur sont possibles lorsque l’entreprise est faiblement endettée ce qui implique une baisse de la rentabilité financière, ils deviennent impossibles dans le cas où le financement de ces derniers repose massivement sur la dette remettant en cause le remboursement de celle-ci.

Dans cette ligne de lecture, les opérations de MBO de cette période apparaissent nécessairement comme un cas exceptionnel. Le dirigeant se propose comme le repreneur de l’entreprise cotée déclinante en raison même des coûts d’agence. L’opération de rachat avec effet de levier par l’équipe dirigeante peut s’interpréter comme une forme d’opportunisme managérial en particulier lorsque le dirigeant est à l’initiative de la transaction plutôt que consécutive à une offre de rachat d’un investisseur extérieur. Il est peu surprenant que ces opérations et le risque de malversations financières associées furent aussi médiatisés. C’est dans ce contexte que DeAngelo suppose en premier que les dirigeants seraient incités à gérer à la baisse les résultats en vue de réduire le coût d’acquisition de la firme. L’hypothèse, focalisée sur la relation actionnaire-dirigeant, est ainsi restée identique dans la littérature comptable sur les MBO depuis le milieu des années 80 et nous la répliquons en guise de point de départ de notre étude.

Hypothèse 1a : Les dirigeants-repreneurs dans les montages de MBO sont incités à mettre en œuvre une politique de gestion à la baisse des résultats.

Ultérieurement, dans la situation – nettement plus fréquente – dans laquelle les dirigeants ne sont pas les entrepreneurs de l'entreprise rachetée par effet de levier les incitations à l'égard de la politique comptable sont amenées à s'inverser.

A l'égard des opérations de LBO trois arguments théoriques peuvent être employés. Premièrement, dans le montage l'équipe dirigeante n'est pas associée aux entrepreneurs de l'entreprise et sera amenée à céder ses participations au bénéfice du entrepreneur. Dans une optique de maximisation de leur rémunération, les dirigeants sont alors incités à accroître le prix de transaction en augmentant les résultats des entreprises dès lors qu'ils ne prendront pas de position dans l'entreprise après le rachat (Le Nadant, 1999). Deuxièmement, les travaux relatifs aux LBO sur les retraits de côte précédemment développés soulignent la situation financière dégradée dans lesquelles se situent les entreprises-cibles. Indépendamment de la transaction de LBO, les entreprises rencontrant des difficultés financières sont incitées à limiter l'impact de celles-ci et sont susceptibles de se livrer à une gestion comptable à la hausse des résultats. Enfin, l'inversion des *accruals* manipulés au cours la période post-rachat ne sera pas subie par l'équipe dirigeante sortante si celle-ci pas associée à la gestion ultérieure de l'entreprise modifiant également les incitations (Mao et Reneboog, 2015). L'arbitrage coûts-bénéfices d'une gestion à la hausse du résultat s'inscrit alors en faveur d'une manipulation. Troisièmement, l'un des enjeux associés au montage de LBO est d'obtenir un effet de levier qui soit le plus élevé possible dans le paramétrage du rachat. Aussi les dirigeants peuvent s'orienter vers des stratégies de gestion à la hausse du résultat. Ce comportement présuppose qu'une telle politique ne soit pas détectée et sanctionnée par les multiples audits externes réalisés par les parties prenantes à la transaction.

Hypothèse 1b : Les dirigeants des sociétés-cibles de LBO sont incités à mettre en œuvre une politique de gestion à la hausse des résultats.

Nous reprenons ainsi les hypothèses héritées de la littérature à l'égard des particularités des montages de LBO et MBO qui tiennent lieu essentiellement à la participation des dirigeants au rachat ou non et à l'implication de montants élevés de dette. A la suite, nous abordons la littérature plus large en matière de gestion du résultat sur les opérations de fusion-acquisition afin de préciser nos hypothèses à l'égard de la gestion du résultat et la réalisation des primes de contrôle dans ces montages.

C] Des effets de la gestion du résultat sur la prime de contrôle

Les opérations de fusions et acquisitions sont des contextes propices à l'observation des pratiques de gestion du résultat et des motivations qui la sous-tendent. La littérature existante démontre que la multiplicité des contextes et caractéristiques de l'opération s'accorde avec un large éventail de comportements de la part des dirigeants en matière de politique comptable avec des résultats parfois mitigés sur les primes de contrôle. Un premier constat largement partagé repose sur la distinction entre les offres d'achat hostiles et les offres d'achats amicales pour expliquer les différences observées en matière de gestion du résultat.

La négociation et la planification des offres d'achat amicales sur une longue période avant l'annonce publique du rachat facilite la gestion réelle ou la gestion comptable du résultat (Ben-Amar et Missonier-Piera, 2008 ; Anagnostopoulou et Tsekrekos, 2013 ; Missonier-Piera et Spadetti, 2023). Les acquisitions amicales sont liées à la nécessité d'atteindre une taille critique ou le rachat d'une société en difficulté. Le dirigeant de la société-cible peut alors se lancer dans des pratiques de gestion à la baisse du résultat afin de justifier la négociation d'une prime de contrôle faible entre acheteurs et acquéreurs et de garantir le succès de l'acquisition. Anagnostopoulou et Tsekrekos (2015) rendent compte de la politique comptable de ces firmes destinées à être cédées et de leurs pratiques de gestion à la baisse du résultat. Ces acquisitions amicales génératrices de synergies et perçues comme bénéfiques pour les anciens et nouveaux actionnaires sont ainsi propices à la pratique d'une gestion à la baisse des résultats. En supplément, l'inversion des *accruals* dans la période post-acquisition facilite l'amélioration des bénéfices de l'entreprise-cible et la réussite de la transaction. De tels transferts de richesses dans le temps sont démontrés par Chen *et al.* (2016) sur un échantillon de 2128 transactions entre 1985 et 2010. Néanmoins, le sens de la relation entre gestion du résultat et prime de contrôle n'est pas si évident, Missonier-Piera et Spadetti (2023) découvrent une relation positive entre gestion à la baisse du résultat par les *accruals* et prime de contrôle. L'échange défavorable de performance *pre-buyout* contre une meilleure performance *post-buyout* serait récompensé par l'acquéreur par une prime de contrôle plus élevée. Dans cette optique de *stewardship* (Albrecht *et al.* 2004), la gestion à la baisse du résultat facilite une transaction autrement difficile en contribuant à « nettoyer le bilan » de la société-cible et comptabiliser les pertes, dépréciations et provisions en sursis. Cette gestion du résultat délimite ainsi un partage clair et transparent de la prise de responsabilité du passif de la société-cible entre actionnaires de la société-cible et les acquéreurs. Cette interprétation idyllique du rôle facilitateur des

nombre comptable dans la réalisation des transactions - même amicales - se heurte au constat de travaux démontrant la réalisation de gains privés conséquents pour les dirigeants des entreprises cibles dans ces opérations. Ces gains privés peuvent prendre la forme d'une position dans la société-cible, de contrats de rémunération avantageux, de primes exceptionnelles versées à l'occasion des rachats ou du paramétrage des parachutes dorés (Hartzell *et al.* 2004 ; Fich *et al.* 2013). Un arbitrage entre les gains privés des dirigeants et la richesse des actionnaires des sociétés-cibles se met alors en place (Wulf, 2004 ; Qiu *et al.* 2014). Dans les transactions où la gestion du résultat est l'aboutissement d'un arbitrage défavorable pour les actionnaires de la société-cible, la prime de contrôle est associée négativement avec la gestion à la baisse du résultat (Fich *et al.* 2011). Enfin, la gestion conservatrice des résultats et le tassement des primes de contrôle qui en résulte s'expliquent aussi par la volonté de réduire le risque de litige associé au contrôle rigoureux exercé par la société acquéreuse, les auditeurs externes et les autorités de marché. Dans le contexte des opérations de MBO les preuves existantes précédemment développées nous amènent à anticiper une telle relation entre prime de contrôle et gestion à la baisse du résultat, plutôt que de mobiliser l'hypothèse « *stewardship* » dans laquelle les dirigeants recherchent la maximisation de la richesse des actionnaires et améliore alors favorablement la prime de contrôle (Begley *et al.* 2003).

Hypothèse 2a : Les dirigeants-repreneurs dans un contexte de MBO parviennent à réduire la prime de contrôle au moyen de la gestion à la baisse des résultats.

Dans le contexte d'offres publiques d'achat hostiles, la gestion du résultat à la hausse peut alimenter l'argumentation en faveur de prime de contrôle plus élevées et s'avérer dissuasives pour les acquéreurs. Les dirigeants augmentent alors la valeur de transaction des firmes afin de rendre plus difficilement opérables leurs entreprises face à une acquisition hostile (De Angelo, 1986 ; Easterwood, 1998 ; Erickson et Wang, 1999). Pour autant ce mécanisme de défense est complexe à mettre en œuvre : la rapidité et la courte fenêtre de réaction possible de la part des dirigeants pour entreprendre une telle gestion à la hausse des résultats peuvent la rendre impossible. Le risque est alors qu'une gestion à la hausse du résultat puisse être facilement anticipée par les parties prenantes à la transaction. Malgré ce risque, les dirigeants peuvent être incités à manipuler les résultats à la hausse afin de discréditer une offre jugée trop faible (Eddey et Taylor, 1999). Le mode d'acquisition en est ainsi influencé. Anilowski *et al.* (2009) montrent que les sociétés mises aux enchères ont plus de facilités à gérer et planifier leurs résultats à la hausse que les acquisitions négociées de gré à gré entre deux sociétés.

Le mode de financement de la transaction et le mode d'acquisition (Marquardt et Zur, 2015) peuvent également exercer un rôle dans les choix de gestion du résultat. Par exemple, Campa et Hajbaba (2016) montrent que les sociétés cibles d'opérations d'acquisition gèrent en moyenne à la hausse leurs résultats essentiellement par la manipulation des ventes plutôt que par le système d'*accruals* ou les coûts dans des contextes où la transaction est réglée par des liquidités.

Ainsi, à l'inverse, des opérations de MBO où les transactions sont toutes amicales, les montages de LBO peuvent être amicaux ou hostiles et l'initiative de la transaction peut provenir de la société-cible comme de la société-acquéreuse. Nous distinguons alors les deux cas de figure selon que le LBO est amical ou non.

Hypothèse 2b : Lors d'une opération de LBO amicale, les dirigeants sont incités à mettre en œuvre une politique de gestion à la baisse du résultat qui impacte à la hausse la prime de contrôle.

Hypothèse 2c : Lors d'une opération de LBO hostile, les dirigeants sont incités à mettre en œuvre une politique de gestion à la hausse du résultat afin d'accroître la prime de contrôle.

Dans la section suivante nous discutons ensuite des déterminants influençant le choix de recourir à la gestion des *accruals* ou à la gestion réelle.

[D\] Les moyens de la gestion du résultat, entre gestion réelle et gestion comptable](#)

De nombreux questionnements autour de la gestion comptable du résultat laissent planer le doute sur son efficacité à atteindre le but poursuivi initialement par les dirigeants. L'étude qualitative de Graham *et al.* (2006) a montré que les répondants étaient enclins à recourir à des opérations de gestion réelle du résultat destructrices de valeur si celles-ci servaient leurs intérêts à court terme et le lissage des résultats. A l'inverse, l'étude fait ressortir peu de conclusions en faveur d'un usage extensif de la manipulation des *accruals* comme moyen de gérer les résultats. La gestion réelle du résultat serait un outil prioritaire en matière de gestion du résultat en raison de sa plus grande difficulté à être détectée par des professionnels de l'audit, sa plus faible supervision qu'elle reçoit des professionnels et sa temporalité qui en facilite la mise en œuvre. Toutefois, son emploi engendre un coût plus élevé à court et long terme sur les cash-flows (Roychowdhury, 2006 ; Cohen et Zarowin, 2010 ; Bereskin, 2018). Les pratiques de

manipulation réelle restent difficiles à détecter et à dissocier des décisions économiquement justifiées de l'entreprise et sont plus flexibles dans leur choix de leur timing. Les professionnels exercent généralement une préférence pour cette forme de manipulation du résultat car elle peut être planifiée plus aisément sur une année ou en réaction à une opération de fusion-acquisition (Elrazaz *et al.* 2021). A l'inverse, la comptabilisation des *accruals* est nettement influencée lors des dates de clôture, le choix entre les deux formes de gestion du résultat serait donc séquentiel (Zang, 2012). Des preuves robustes sont fournies par Kothari *et al.* (2016) dans le cas des augmentations de capital. L'opacité de la gestion réelle des résultats la rendrait plus efficace à atteindre l'objectif souhaité – la survalorisation de l'entreprise – car elle est moins facilement anticipée par les marchés financiers que la gestion des *accruals*. Dans les Etats-Unis post-SOX, les célèbres travaux de Cohen *et al.* 2008 ont montré un déclin dans le recours aux techniques de manipulation des *accruals* et un accroissement du recours à la gestion réelle du résultat. Cette préférence pour la gestion réelle du résultat est à tempérer par le contexte institutionnel, et n'a pas nécessairement été confirmée par les études faites dans d'autres contextes (Missonnier-Piera et Spadetti, 2023 ; Gao *et al.* 2017). Dans le contexte fortement médiatisé des montages de LBO et MBO, en raison de la sensibilisation aux risques de manipulation de résultats dans ces montages et la visibilité accrue des auditeurs externes sur la qualité des *accruals* nous anticipons que les sociétés-cibles qui gèrent leurs résultats sont plus susceptibles de le faire exclusivement au travers de la gestion réelle des résultats plutôt que d'être suspectées en réalisant des mouvements importants d'*accruals* discrétionnaires.

Hypothèse 3 : Les entreprises-cibles de LBO ou MBO sont susceptibles de préférer la gestion réelle à la gestion comptable.

III] Méthodologie

A] Echantillon

Les transactions et données de transactions relatives aux LBO et MBO ont été recensées et récoltées au moyen de la base de données Capital IQ sur la période 2008-2021. Seuls les retraits de cotes sont retenus dans l'échantillon. Ce choix est motivé à la fois pour des raisons concrètes de disponibilité des données mais aussi par la volonté de contrôler les effets du mode de gouvernance des entreprises retenues dans l'échantillon dans une logique d'expérience contrôlée. L'étude se veut la plus générale possible et nous commençons par obtenir la liste des transactions clôturées au 1/09/2021 (les transactions en-cours ou annulées ne sont pas utilisées)

dans l'ensemble des pays disponibles. Les doublons, LBO secondaires et les enregistrements doubles des transactions en MBO et LBO sont supprimés. L'échantillon de départ est de 833 transactions de LBO et 143 de MBO. L'échantillon est réduit par l'application de plusieurs exigences. 1/ Nous exigeons une disponibilité des données sur 3 ans afin de pouvoir étudier l'évolution des *accruals* discrétionnaires sur une période d'au moins deux années avant la transaction faute de certitude sur la période exacte de manipulation dans ces transactions. 2/ L'étude requiert également une disponibilité de 5 ans afin de déterminer de façon raisonnablement fiable les niveaux de lissage des entreprises pour l'étude de la prime de contrôle. 3/ Traditionnellement nous supprimons les transactions à effet de levier sur les cibles du secteur financier (6XXX). 4/ Enfin, dans le but d'élaborer un groupe de contrôle, les sociétés-cibles qui ne possèdent pas de comparables sont retirées de l'échantillon. Ces exigences aboutissent en particulier à exclusion de l'échantillon les sociétés cibles de LBO et MBO qui ont été rapidement retirées de la cote après leur introduction en bourse pour cause d'échec. L'ensemble de ces retraits est résumé dans le tableau 1.

Les données comptables et de marché quant à elles sont collectées au moyen de *Bloomberg* et de *Factset*. Aussi les sociétés n'ayant pu être tracées de façon fiable sur ces bases de données depuis Capital-IQ ont été retirées. L'échantillon final se compose de 184 LBO et 40 MBO répartis dans 5 pays, Etats-Unis, Royaume-Uni, Canada, Chine et Japon pour un total de 672 firmes-années disponibles sur 3 ans (Tableau 1, 2 et 3).

Les sociétés-cibles sont appareillées uniquement avec des sociétés du même pays et du même secteur (code SIC à deux chiffres). La petite taille des marchés financiers de nombreux pays, notamment européens empêche la constitution d'un solide groupe de contrôle tandis que le nombre de transactions à effet de levier au départ dans ces pays est extrêmement réduit.

Tableau 1 : Description de l'échantillon

	LBO	MBO	Total
Echantillon d'origine (<i>Capital IQ</i>)	833	143	976
Retrait des MBO en doublons	143		143
Total	690	143	833
Retrait de sociétés intraquables (<i>Bloomberg</i> ou <i>Factset</i>)	36	20	56
Total	654	118	772
Données comptables disponibles insuffisantes (3 ans minimum)	134		134
Total	520	118	638
Retrait des cibles du secteur financier	55	7	62
Total	465	111	576

Disponibilité données comptable	161	47	208
Total	304	64	390
Suppression LBO/MBO secondaires		1	1
Retrait entreprises sans comparables	120	23	143
Total	184	40	224

Sans surprise, les Etats-Unis et le Royaume-Uni constituent près de 74,55% de notre échantillon (86,41% des LBO et 20% des MBO) ce qui est représentatif de notre échantillon de départ tant en nombre qu'en valeur de transactions. La majorité des MBO se retrouve traditionnellement en Asie. Notons une présence importante de MBO au Japon et à Singapour dans notre échantillon. Ces opérations de MBO sont essentiellement défensives : l'offre de reprise par les salariés ou les cadres-dirigeants fait suite à une précédente offre par un investisseur extérieur. Dans les études précédentes (Perry et William, 1994 ; Wu, 1997), les auteurs discutent de la pertinence de conserver ces opérations de MBO entreprises en réaction à une offre publique de rachat hostile, argumentant l'impossibilité d'anticiper l'éventualité de l'offre et donc la possibilité de planifier une politique comptable de baisse du résultat. Ces travaux ont donc fait le choix d'exclure de leurs échantillons ces opérations. Nous les préservons ici dans le contexte de travaux ultérieurs utilisant d'autres mesures de la qualité de l'information comptable. En définitive la Chine et le Japon concentrent 77,5% des transactions de MBO.

Tableau 2 : Echantillon réparti par pays

Pays	LBO	MBO	Total	% Effectifs
Chine	6	16	22	9,82%
Japon	7	15	22	9,82%
Canada	12	1	13	5,80%
Royaume-Uni	23	1	24	10,71%
Etats-Unis	136	7	143	63,84%
Total	184	40	224	100%

Fenêtre de manipulation des résultats

Nous utilisons la date d'annonce des transactions comme référence pour la collecte des données comptables plutôt que la date de clôture de la transaction pour référencer les transactions et identifier la fenêtre possible de manipulation. Ce choix a peu de conséquences dans les années de manipulation retenues sauf pour une minorité de transaction pour lesquelles la durée de la transaction est anormalement élevée. Dans ce cas une clôture comptable peut avoir lieu entre la

date d'annonce et la date de résolution de la transaction. Toutefois cela concerne un nombre très réduit de transactions. Ajouté à cela l'absence de disponibilité de données comptables une fois la société-cible retirée de la cote, il ne nous est pas possible de recourir à une méthodologie *difference in differences*. Ensuite, l'écart minimum entre les dates d'annonce et les dates de clôture s'établit à 42 jours et l'écart maximum à 708 jours pour l'échantillon de MBO (moyenne de 180 jours). Pour les LBO la durée la plus faible est de 0 jours et la durée maximum s'établit à 726 jours (moyenne 103 jours). La fenêtre de manipulation avant une transaction dépend du degré de planification de l'opération. En période de difficulté économique de la cible le rachat peut avoir lieu sur une fenêtre courte de quelques mois et la manipulation comptable être invisible et impossible à détecter dans les comptes annuels publiés dans l'éventualité même où une clôture aurait lieu dans cet interstice. Inversement, certaines transactions peuvent avoir été planifiées sur plusieurs années (Perry et Williams, 1994). L'exclusion des sociétés pour lesquelles peu d'années sont disponibles en raison d'une proximité avec la date d'introduction en bourse permet d'adresser partiellement ce problème. En effet, cela nous permet d'exclure les transactions de notre échantillon pour lesquelles l'introduction en bourse est un échec. Pour ces sociétés, le degré de planification serait faible et le nombre possible d'exercices de manipulation faible voire inexistant, si bien que la possibilité de détecter une gestion des résultats devient nulle. Une autre raison d'exclure ce profil de société-cible de notre échantillon est que la littérature montre que les entreprises gèrent leurs résultats à la hausse dans la période précédant l'introduction en bourse en vue d'en améliorer le succès. Dans ce cas, les *accruals* anormaux détectés avant l'opération de LBO/MBO correspondraient soit à l'inversion d'une telle manipulation soit à la manipulation associée à l'introduction en bourse ce qui biaiserait l'interprétation de nos résultats.

Si nous nous référons à la date d'annonce de la transaction pour cibler la fenêtre de manipulation possible alors la dernière date de clôture de l'entreprise peut se situer soit entre la date d'annonce de l'opération et la date de clôture, soit rigoureusement avant la date d'annonce. L'appréciation de la gestion des résultats sur les deux exercices précédant l'opération nous permet de tenir compte de la possibilité que de tels décalages aboutissent à une temporalité différente de la gestion du résultat selon les entreprises. Pour ces raisons nous faisons le choix de n'exclure aucune entreprise de l'échantillon au motif d'une temporalité différente (aberrante) de l'opération.

Nous faisons ici le choix de les inclure car il peut s'écouler un temps considérable entre l'annonce du rachat et la réalisation de la transaction, période au cours de laquelle la mise en

place d'une telle politique comptable est matériellement envisageable, malgré une OPA préalable. Sur ce critère d'étude, nous ne voyons pas de raison valable d'exclure des opérations défensives et d'affecter la généralisation des résultats. Enfin pour les firmes restantes ayant fait l'objet de deux opérations de LBO sur la période, nous ne conservons que la transaction la plus récente. L'intégralité des transactions ainsi constituées sont amicales tandis que seulement 34,62 % des transactions ont été sollicitées par la société-cible. La construction de l'échantillon est résumée dans le tableau 1.

Dans le temps, la répartition des retraits de côte par LBO/MBO au niveau mondial ne présente pas de cycle particulier (Tableau 3). Notons la faiblesse du nombre de transactions en 2008 et 2009 dans l'échantillon final, celle-ci s'explique exclusivement par la disponibilité des données de transaction dans les bases. La structure de l'échantillon final est comparable à la répartition des transactions observée sur la population recensée initialement sur Capital IQ pour les pays conservés.

Tableau 3 Transactions par année (2007-2021)

Année	LBO	MBO	Total	(%)
2021	0	1	1	0,45%
2020	1	1	2	0,89%
2019	14	3	17	7,59%
2018	12	2	14	6,25%
2017	16	0	16	7,14%
2016	16	3	19	8,48%
2015	20	1	21	9,38%
2014	19	4	23	10,27%
2013	18	1	19	8,48%
2012	18	6	24	10,71%
2011	13	5	18	8,04%
2010	15	4	19	8,48%
2009	9	6	15	6,70%
2008	11	3	14	6,25%
2007	2	0	2	0,89%
Total	184	40	224	100%

Tableau 4 : Echantillon par secteur et poids des transactions (en millions \$)

	Classification	Nb	% Effectifs	Valeur moyenne des transactions	Total valeur des Transactions	% valeur par secteur
0100-0999	<i>Agriculture, Forestry and Fishing</i>	0	0,00%	0,00	0	0,00%
1000-1499	<i>Mining</i>	5	2,23%	771,43	3857,17	1,74%
1500-1799	<i>Construction</i>	2	0,89%	397,25	794,5	0,36%
2000-3999	<i>Manufacturing</i>	92	41,07%	658,58	60589,12	27,26%
4000-4999	<i>Transportation, Communications, Electric, Gas, And Sanitary Services</i>	11	4,91%	1810,65	19917,14	8,96%
5000-5199	<i>Wholesale Trade</i>	8	3,57%	1418,82	11350,53	5,11%
5200-5999	<i>Retail Trade</i>	23	10,27%	1029,75	23684,23	10,66%
7000-8999	<i>Services</i>	83	37,05%	1229,87	102079,5	45,93%
Total		224	100%	992,29	222272,19	100,00%

Au niveau sectoriel (tableau 4) les transactions sont particulièrement concentrées dans les services. Les tableaux 5 et 6 adressent les caractéristiques financières des transactions.

Tableau 5 : Valeurs de transaction par pays (en million \$)

LBO						
	Sollicitées	Non-Sollicitées	Total	Valeur moyenne des transactions	Valeur Totale des transactions	%
China	3	3	6	657,54	3945,22	2%
Japan	3	4	7	835,44	5848,05	3%
Canada	6	6	12	427,04	5124,42	3%
United Kingdom	13	10	23	792,24	18221,47	9%
United States	37	99	136	1236,48	168161,30	84%
Total	62	122	184	1094,02	201300,46	100%

MBO						
	Sollicitées	Non-Sollicitées	Total	Valeur moyenne des transactions	Valeur Totale des transactions	%
China	2	14	16	824,29	13188,68	62,89%
Japan	3	12	15	216,04	3240,55	15,45%
Canada	1	0	1	99,31	99,31	0,47%
United Kingdom	1	0	1	7,30	7,30	0,03%
United States	4	3	7	633,70	4435,89	21,15%
Total	11	29	40	524,29	20971,73	100,00%

La valeur moyenne des transactions de LBO apparaît significativement plus élevée que celles des MBO tandis que le premium des transactions, quelle que soit la durée retenue est en moyenne plus élevé pour les MBO. Cela se reflète également sur les quartiles. En valeur de

transaction, les Etats-Unis représentent 84% de l'échantillon de LBO avec une valeur moyenne plus élevée à 1236,48 millions de dollars (tableau 5).

Si l'intégralité des opérations à effet de levier de notre échantillon reçoit une réponse amicale de la part des sociétés-cibles, 67% des transactions n'ont pas été sollicitées par la société-cible.

Enfin, la prime de contrôle des transactions de MBO en moyenne significativement plus faible que celle des LBO – quel que soit l'horizon de calcul – s'explique principalement par la différence dans la taille des entreprises-cibles (tableau 6).

Tableau 6 : Prime de contrôle des transactions

	LBO (184 transactions)			MBO (40 transactions)		
	Premium 1 mois	Premium 1 semaine	Premium 1 jour	Premium 1 mois	Premium 1 semaine	Premium 1 jour
Moyenne	0,3982	0,3555	0,3385	0,5062	0,4622	0,4716
Quartile 1	0,1398	0,1123	0,0985	0,2262	0,2062	0,1721
Médiane	0,2821	0,2605	0,2577	0,3241	0,3158	0,3362
Quartile 3	0,4913	0,4223	0,4232	0,4815	0,6068	0,6487
Ecart-Type	0,5580	0,4411	0,4766	0,5728	0,4528	0,5299
Min	-0,8543	-0,6875	-0,6894	-0,1014	0,0256	0,0193
Max	4,5000	2,6667	4,1806	2,7500	2,1662	3,0000

N.B : la prime de contrôle (*premium*) est mesurée par la différence entre le prix de transaction et le cours boursier de la société cible (un jour, une semaine ou un mois avant la transaction) rapportés par ce même cours boursier.

Plusieurs primes négatives apparaissent dans notre échantillon elles s'expliquent par les difficultés financières importantes des entreprises concernées. Sans vouloir les retirer, ces données seront partiellement corrigées en *winsorising* la variable à 99%.

B] Modèles d'estimation de la gestion des résultats

Nous adoptons quatre modèles d'estimation des *accruals* discrétionnaires pour apprécier la gestion comptable du résultat dans le but d'adresser au mieux les limites associées à un changement dans la performance fondamentale pour la classification des *accruals* anormaux : Le modèle modifié de Jones (1) (Dechow, 1995) et le modèle proposé par Kothari *et al.* (2) (2005) qui contrôle les effets de la performance passée sur la mesure des *accruals* discrétionnaires. Le modèle de Ball et Shivakumar (2006) (3) utilisé ici nous sert à neutraliser l'effet de la prudence comptable dans la mesure de la gestion des *accruals* par l'introduction d'une variable dichotomique sur les *cash-flows* opérationnels. Nous en utilisons également une

version modifiée en l'appliquant exclusivement aux *accruals* de court-terme mesurés par le changement dans les *working capital accruals* (4).

Modèles de gestion des accruals :

$$\frac{ACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Rev_{i,t} - \Delta CC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} (1)$$

$$\frac{ACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Rev_{i,t} - \Delta CC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} (2)$$

$$\frac{ACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Rev_{i,t} - \Delta CC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \Delta CFO_{i,t} + D\Delta CFO_{i,t} * \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} (3)$$

$$\frac{WCA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta Rev_{i,t} - \Delta CC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \Delta CFO_{i,t} + D\Delta CFO_{i,t} * \Delta CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} (4)$$

Où $ACC_{i,t}$ représente le total des *accruals*, $TA_{i,t-1}$ le total de l'actif de début de période, $\Delta Rev_{i,t}$ le changement dans les ventes de la période, $\Delta CC_{i,t}$ le changement dans les créances clients, $PPE_{i,t}$ le total des immobilisations corporelles, $ROA_{i,t-1}$ le return on asset de début de période, $\Delta CFO_{i,t}$ le changement dans les cash-flows opérationnels, $D\Delta CFO_{i,t}$ une variable dichotomique prenant la valeur de 1 si le changement dans les cash-flows opérationnels est négatif, 0 sinon. Les *working capital accruals* ($WCA_{i,t}$) sont mesurés par la différence entre les actifs courants (à l'exclusion de la trésorerie) et les passifs courants (à l'exclusion de la dette à court terme). Les résidus de ce modèle d'*accruals* seront multipliés par (-1).

Ces mesures des *accruals* discrétionnaires sont susceptibles d'être influencées par le degré de reconnaissance asymétrique des pertes et des profits (Garcia Lara *et al.* 2005 ; Ball et Shivakumar, 2006 ; Garcia Lara *et al.* 2020). En effet, dans un système comptable conservateur, les résultats sont susceptibles de réagir davantage à la baisse en présence de mauvaises nouvelles relativement aux bonnes nouvelles. Pour ces raisons, dans le contexte d'un échantillon où les entreprises sont sur le déclin, comme cela peut être le cas de retraits de côte par voie de LBO, le risque d'erreur de classification des *accruals* s'accroît considérablement. Les difficultés de ces modèles à filtrer les changements dans les fondamentaux des firmes pourraient être l'une des causes pour lesquelles la relation entre prudence et gestion du résultat est difficile à étudier. Il en résulte que les modèles canoniques de mesure des *accruals* peuvent surestimer la gestion à la baisse des résultats dans un système conservateur. En effet, les pertes futures anticipées sont susceptibles d'être reconnues plus tôt dans les *accruals* de la firme et peuvent accroître les *accruals* discrétionnaires sans qu'ils ne correspondent à une intention de

manipulation. Il en résulte que le modèle ne distingue pas correctement l'impact d'un changement dans la performance fondamentale sur les *accruals* de l'impact d'un changement discrétionnaire du système comptable dans les *accruals* (voir aussi Dechow *et al.* 2010). Afin de mesurer les *accruals* discrétionnaires dans un contexte de déclin et donc d'accroissement potentiel de la prudence conditionnelle, nous retenons la proposition de Ball et Shivakumar (2006) de contrôler la prudence conditionnelle par l'ajout d'une variable représentative du niveau de pertes encourues. Nous utilisons ainsi un *proxy* parmi les quatre suggérés par les auteurs afin de capturer les effets de la prudence conditionnelle sur les *accruals* : le changement dans le flux de trésorerie d'exploitation. Le flux de trésorerie d'exploitation en valeur absolue présente des problèmes de colinéarité. Dans le cadre de nos hypothèses, l'introduction d'un *proxy* reflétant le niveau de pertes ou le déclin dans les fondamentaux de l'entreprise devrait réduire le nombre d'entreprises déclarées comme gérant à la baisse leurs résultats, ce qui est l'hypothèse conventionnellement admise dans le cadre des MBO et comparativement aux modèles canoniques. Nous anticipons également une réduction dans la magnitude des *accruals* discrétionnaires. Inversement, dans les opérations de LBO, le nombre d'entreprises gérant à la hausse leur résultat, dans un contexte potentiel de déclin, devrait augmenter, avec un accroissement dans la magnitude des *accruals* discrétionnaires. Cette magnitude ayant été partiellement réduite par l'effet ralentissant de la prudence sur la gestion des résultats. L'ajout de ce quatrième modèle fournit ainsi de la robustesse aux résultats en adressant un problème peu discuté dans la littérature.

Cette utilisation de quatre modèles de mesures d'*accruals* discrétionnaires différents nous permet d'améliorer la robustesse des résultats dans un contexte où les études antérieures ne sont pas parvenues à confirmer de façon unanime les hypothèses de gestion du résultat. Chaque modèle d'*accruals* est estimé par pays et par année au plus large du groupe de contrôle, avant de procéder à l'appariement des deux groupes.

Les entreprises comparables doivent être issues du même secteur (2 chiffres dans la classification SIC), du même pays et avec un *return on asset* de la période précédente le plus proche. Nous conservons les sociétés-cibles dès lors que nous avons au minimum 10 entreprises comparables sur ces critères. Les *accruals* discrétionnaires sont ensuite *winsorisés* à 95%. Pour chaque modèle nous calculons ensuite les *performance-matched discretionary accruals* par différence entre les *accruals* discrétionnaires de la firme-cible et la moyenne des *accruals* discrétionnaires des entreprises comparables sur deux années. Considérant de façon prudente que la politique comptable peut s'ajuster jusqu'à deux exercices avant la date de transaction,

c'est l'indicateur de performance *return on asset* de l'année N-3 qui est utilisée pour associer les entreprises-cibles avec le groupe de contrôle.

Tableau 7 : Evolution du groupe de contrôle en firmes-années

	Groupe de contrôle total					Groupe de contrôle avec <i>matching</i>				
	Canada	Chine	Etats-Unis	Japon	Royaume-Uni	Canada	Chine	Etats-Unis	Japon	Royaume-Uni
2006	222	87	4322	613	774	0	0	96	20	49
2007	305	108	4159	610	773	0	0	213	68	58
2008	573	143	3881	614	738	5	0	352	99	55
2009	629	428	3797	1274	697	11	10	367	99	71
2010	667	702	3782	1331	697	21	70	382	61	56
2011	870	838	3716	1322	724	51	90	370	41	48
2012	940	875	3167	1309	717	36	135	413	21	30
2013	923	907	3221	1309	739	0	100	402	16	50
2014	901	1008	3441	1320	726	8	102	393	35	40
2015	876	1099	3287	1343	732	14	47	354	35	30
2016	869	1256	3121	1349	729	11	54	320	30	15
2017	882	1382	3066	1398	718	12	54	288	30	32
2018	904	1441	3017	1436	695	7	64	183	30	22
2019	877	1469	2893	1443	658	0	32	96	30	17
2020	862	1459	2781	1420	608	0	10	10	0	0
Total	11300	13202	51651	18091	10725	176	768	4239	615	573

Le tableau 7 rend compte de cette procédure en restituant l'évolution du groupe de contrôle en firmes-années. Chaque entreprise étant présente *a minima* sur 3 ans, avec remises lors de l'appariement. A l'issue de cette procédure de *matching* il restait 5 pays dans notre échantillon pour lesquels il était possible d'obtenir des comparables pour les sociétés-cibles, le détail des effectifs de notre échantillon est présenté dans la table 7. Le groupe de contrôle sera utilisé par la suite de deux façons dans nos résultats : en mobilisant un test de Chow ou en utilisant directement les *performanced matched discretionary accruals* dans les régressions.

Modèles de gestion réelle

Nous utilisons trois mesures de la gestion réelle des résultats, suivant les travaux de Roychowdhury (2006), la manipulation des ventes (4), la manipulation des dépenses discrétionnaires (5) et la manipulation des coûts de production (6).

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} (5)$$

$$\frac{DX_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{S_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$\frac{PROD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta S_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta S_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Nous excluons dans l'étude les désinvestissements comme une forme de gestion réelle du résultat. Similairement aux modèles d'*accruals*, chaque modèle est estimé par année et par pays. Pour tester nos hypothèses nous utilisons à la fois les variables de gestion réelle prises séparément comme variables explicatives ainsi que la somme de celles-ci en multipliant par (-1) les résidus des régressions (6) et (7) suivant la procédure proposée par Cohen et Zarowin (2010). Les résidus de ces régressions ont été par la suite *winsorisés* à 99% pour tenir compte des valeurs aberrantes.

Test de l'hypothèse de substitution

Pour tester la préférence des dirigeants à privilégier la gestion réelle plutôt que la gestion comptable dans un contexte de fusion-acquisition nous régressons les différentes variables de gestion réelle des résultats sur les différentes mesures d'*accruals* proposées en intégrant plusieurs variables de contrôle (équation 7).

$$REM_i = \beta_0 + \beta_1 LBO * AEM_i + \beta_2 LBO_i + \beta_3 AEM_i + \beta_4 LagAEM_i + \beta_5 Smooth_i + \beta_6 Loss + FE + Crisis + \varepsilon_t \quad (8)$$

Avec REM_i , l'indicateur de gestion réelle, résidus des équations (4), (5) et (6), AEM_i , la gestion comptable du résultat résidus des équations (1) à (4), LBO , prend la valeur de 1 si la société-cible fait l'objet d'un LBO, 0 si la transaction est un MBO, $LagAEM_i$, la mesure des *accruals anormaux* sur la période précédente afin de tenir compte du phénomène d'inversion des *accruals* d'une période à l'autre et $Smooth_i$ le degré de lissage des résultats appréciés par le rapport entre l'écart-type du résultat et l'écart-type des cash-flows opérationnels sur cinq années. Enfin, la variable $\beta_6 Loss$ prend la valeur de 1 si le résultat de l'année précédente est une perte, 0 sinon. Dans un contexte de substitution où les dirigeants privilégieraient la gestion réelle nous anticipons une corrélation négative entre les variables de gestion réelle et nos mesures de la gestion comptable des *accruals*. Nous intégrons des effets fixes sectoriels ainsi que des effets fixes sur les années 2008 et 2009 pour tenir compte de l'impact de la crise financière. Le modèle est utilisé sur le groupe de transactions avec les *accruals anormaux* et les *performance matched discretionary accruals* puis sur le groupe de contrôle, et enfin, pour

tenir compte du sens de la gestion du résultat, selon que les *accruals* anormaux sont positifs (gestion à la baisse du résultat) ou négatifs (gestion à la hausse du résultat).

Test de l'effet de la gestion du résultat sur la prime de contrôle

Nous testons l'effet des différentes formes de gestion du résultat en régressant la prime de contrôle sur celles-ci et en incorporant des variables de contrôle représentatives des caractéristiques de la transaction de LBO/MBO ainsi que les fondamentaux économiques qui sont susceptibles d'avoir un effet sur la prime de contrôle dans la littérature (équation 9). Contrairement aux études plus générales sur la prime de contrôle dans les fusions-acquisitions (par exemple Missonier-Piera et Spadetti, 2023), certaines variables de contrôle deviennent impertinentes dans le contexte des LBO/MBO, comme le moyen de paiement (cash ou actions) ou le pourcentage de capital acquis lors de la prise de contrôle. Dans la quasi-totalité de notre échantillon, le pourcentage détenu antérieurement à l'opération de rachat par les managers ou l'acquéreur extérieur est quasi-nul. Aussi, l'hypothèse selon laquelle l'incitation à gérer les résultats dépendrait de la proportion du capital de la société-cible détenu par les dirigeants avant l'opération quel que soit le mode de rachat, LBO et MBO est peu plausible dans le cadre de notre échantillon.

$$\begin{aligned} \text{Premium} = & \beta_0 + \beta_1 \text{REM}_{i,t} + \beta_2 \text{AEM}_{i,t} + \beta_3 \text{Duration}_{i,t} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t} \\ & + \beta_5 \text{Size}_{i,t} + \beta_6 \text{ROE}_{i,t} + \beta_7 \text{Loss}_{i,t} + \beta_8 \text{CFO} + \beta_9 \text{Abs_cash}_{i,t} + \beta_{10} \text{LBO}_{i,t} \\ & + \beta_{11} \text{Sollicited}_{i,t} + \text{FE_Countries} + \text{FE_years_transaction} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (9)$$

La prime de contrôle est mesurée par la prime offerte divisée par le cours de l'action 30 jours avant la date d'annonce de la transaction. Les variables de gestion du résultat sont identiques à précédemment. La variable *Duration* représente le nombre de jours entre la date d'annonce et la date de résolution de la transaction. Cette variable résume les difficultés que peut rencontrer l'acquéreur avec la société-cible dans la négociation du prix de transaction. Nous anticipons que plus la durée de l'offre est longue plus la prime concédée aux anciens actionnaires de la société-cible est élevée. *Lev_{i,t}* représente la dette financière brute dans le total de l'actif, *Size* est le logarithme du total de l'actif de début de période, *ROE*, la rentabilité financière de la société-cible *Abs_cash_{i,t}* la liquidité absolue, *Sollicited* prend la valeur de 1 si la société-cible a sollicité le rachat, 0 sinon. Il est anticipé qu'une gestion à la hausse des résultats dans les sociétés de LBO affecte à la hausse la prime de contrôle si celle-ci n'est pas rationnellement anticipée par le marché dans une offre hostile. La relation inverse est attendue lorsque l'offre est amicale. Inversement, dans les transactions de MBO, une prime de contrôle plus faible est associée à une gestion du résultat à la baisse quelle que soit la forme de la gestion du résultat.

Certaines variables de contrôle habituellement utilisées dans les travaux visant à expliquer la prime de contrôle ne sont pas reprises ici car elles ne sont pas pertinentes dans le contexte des LBO ou MBO. C'est un effet recherché de ce contexte de recherche afin de se positionner dans un contexte d'expérience contrôlée. Par exemple, toutes les transactions de LBO et MBO sont payées par des liquidités et la distinction du mode de paiement n'est pas pertinente. Par ailleurs, notre échantillon s'étant avéré être exclusivement composé d'offres amicales nous avons opérationnalisé uniquement les situations dans lesquelles la société-cible est à l'initiative de la transaction et recherche un acquéreur.

Test de différenciation entre les sociétés-cibles et le groupe de contrôle

Quelle que soit l'hypothèse de gestion du résultat retenue ou la forme de la transaction, nous avons supposé que les sociétés-cibles des transactions par effet de levier diffèrent dans leur qualité de l'information comptable qu'elles proposent relativement à celle des entreprises comparables. Aussi nous confirmons cette différence en testant sous la forme d'une régression logistique l'effet de la gestion réelle ou comptable du résultat dans la probabilité de faire l'objet d'une transaction à effet de levier. Les autres variables sont des caractéristiques spécifiques aux sociétés traditionnellement associées à une probabilité plus élevée de faire l'objet d'une transaction par effet de levier. Ces dernières impliquent un taux d'endettement *ex ante* faible, un niveau important de lissage des résultats afin de faciliter le processus d'évaluation de la société -cible par la méthode DCF et la structuration du contrat de dette

$$LMBO(1|0) = \beta_0 + \beta_1 REM_{i,t} + \beta_2 AEM_{i,t} + \beta_3 Smoothing_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 PPE_{i,t} + \beta_8 Abs_cash_{i,t} + Fixedeffectindustry + Crisis + \varepsilon_{i,t} \quad (10)$$

La variable expliquée LMBO prend la valeur de 1 si la transaction est un LBO ou MBO, 0 sinon. *REM*, *AEM*, *Smooth*, *Abs_cash* et *Lev* tels que définis précédemment. *Growth* représente les opportunités de croissance de l'entreprise mesurée par le taux de croissance du chiffre d'affaires de la période précédente. Cette variable peut agir de plusieurs façons avec la probabilité d'un LMBO. D'une part, les travaux de Boucly *et al.* (2011) montrent que les sociétés-cibles de LBO peuvent être en croissance et rechercher l'effet de levier de la transaction pour financer leurs opportunités d'investissements face à un marché de la dette imparfait et ne correspondent pas nécessairement à un profil de société en déclin. D'autre part, la croissance des ventes est une mesure supplémentaire de contrôle de l'effet de la manipulation des ventes, dans la mesure où les sociétés en croissance de notre échantillon seraient susceptibles d'afficher à tort des niveaux élevés de manipulation des ventes. *PPE_{i,t}* mesure la

part des actifs corporels dans l'actif de début de période et sa part élevée dans l'actif peut constituer une garantie au remboursement de la dette de LBO.

IV] Résultats

A] Statistiques descriptives de l'échantillon

1) Fondamentaux économiques des échantillons

Nous avons trois objectifs à l'égard de l'étude des statistiques descriptives des fondamentaux de l'échantillon. 1) Vérifier si l'échantillon de LBO et MBO correspond au profil théorique des sociétés-cibles conventionnellement considéré par la théorie de l'agence en matière d'explication des LBO, puisque cette théorie sous-tend également les hypothèses de gestion des résultats dans la littérature. En effet, en choisissant d'étudier des opérations dont les motivations économiques et financières sont aussi bien renseignées par la littérature en finance nous souhaitons construire un échantillon d'entreprises dont les caractéristiques et l'évolution des fondamentaux sont relativement homogènes. Cela doit nous permettre d'améliorer la clarté et l'interprétation des résultats dans le domaine de la qualité de l'information comptable. 2) Dans la continuité, l'analyse des fondamentaux des firmes nous permet d'inférer sur leur situation financière et anticiper sur leurs incitations à l'égard de la politique comptable en matière d'*earnings management* et de prudence. En dehors du cadre de la transaction LBO-MBO, les entreprises en difficulté sont souvent présentées comme incitées à la hausse à la gestion des résultats. 3) Les modèles d'*accruals* peuvent rencontrer des limites à filtrer les effets d'un changement dans la performance fondamentale sur la mesure des *accruals* anormaux (Dechow *et al.* 2010). Dans la mesure où nous nous fixons comme objectif ultérieur d'étudier la relation entre prudence et *earnings management*, ce problème peut interférer avec notre interprétation des résultats, en particulier si les entreprises détruisent de la valeur comme cela est souvent présumé pour de telles cibles.

Tableau 8 : Fondamentaux des sociétés-cibles par type de transaction

	LBO			MBO		
Données en millions USD	N	N-1	N-2	N	N-1	N-2
Résultat net						
Moyenne	8,15	17,54	15,29	28,58	17,65	11,79
#neg	77	56	64	10	8	9
#pos	107	128	120	30	32	31

Quartile 1	-10,14	-2,44	-4,10	0,09	1,12	-2,88
Médiane	3,17	4,77	4,36	4,26	5,50	4,70
Quartile 3	20,93	25,56	20,97	14,35	16,97	35,86
Ecart-Type	150,33	73,37	97,59	121,35	47,29	91,54
Min	-1497,00	-217,30	-1077,80	-70,54	-77,49	-95,13
Max	1024,40	401,00	456,20	1024,40	401,00	456,20

<i>Chiffre d'affaires</i>						
Moyenne	733,68	731,04	729,34	492,27	474,35	405,72
Quartile 1	97,44	103,90	79,74	92,24	71,07	136,29
Médiane	306,48	308,18	241,14	254,43	218,77	380,22
Quartile 3	784,41	813,11	648,75	521,66	495,07	944,72
Ecart-Type	1785,35	1787,38	1684,40	630,92	632,27	1691,52
Min	0,00	1,24	2,86	17,82	14,51	11,95
Max	18247,00	18764,00	19684,00	18247,00	18764,00	19684,00

<i>Flux de trésorerie nets</i>						
Moyenne	1,85	6,11	-1,22	11,98	3,61	25,55
#neg	90	93	85	22	15	16
#pos	94	91	99	18	25	24
Quartile 1	-8,27	-4,92	-5,72	-9,22	-2,13	-17,07
Médiane	0,07	0,00	1,20	-0,18	3,07	-0,38
Quartile 3	4,91	8,01	10,98	11,52	17,20	9,86
Ecart-Type	55,82	83,15	69,34	83,27	103,99	75,46
Min	-358,16	-714,89	-290,22	-108,63	-563,87	-82,61
Max	312,00	419,16	292,30	312,00	419,16	292,30

<i>Flux de trésorerie opérationnels</i>						
Moyenne	64,74	73,09	69,86	54,56	50,72	52,64
#neg	29	16	22	7	6	1
#pos	155	168	162	33	34	39
Quartile 1	4,52	7,53	4,78	3,02	2,05	3,91
Médiane	22,70	25,93	22,92	12,26	9,44	32,40
Quartile 3	65,31	79,34	68,94	35,52	54,36	75,94
Ecart-Type	123,11	128,89	121,62	136,13	89,61	140,04
Min	-36,18	-49,10	-72,35	-18,82	-17,05	-10,01
Max	934,00	978,00	1043,00	934,00	978,00	1043,00

<i>Endettement net</i>						
Moyenne	0,40	0,07	-0,09	0,01	1,52	-0,41
#neg	101	103	101	31	28	27
#pos	83	81	83	9	12	13
Quartile 1	-0,29	-0,33	-0,34	-0,39	-0,42	-0,24
Médiane	-0,06	-0,04	-0,07	-0,17	-0,18	-0,02
Quartile 3	0,46	0,36	0,29	-0,02	0,04	0,28

Ecart-Type	11,01	2,19	3,90	2,05	12,45	1,23
Min	-0,07	-0,02	-0,03	0,00	-0,01	-0,01
Max	0,13	0,01	0,02	0,13	0,01	0,02

<i>Total actif</i>						
Moyenne	765,27	752,45	731,27	716,27	636,68	583,30
Quartile 1	106,88	108,30	93,11	98,62	90,32	125,29
Médiane	315,68	314,46	283,12	248,13	241,66	475,40
Quartile 3	955,32	842,85	752,84	506,59	482,61	765,75
Ecart-Type	1138,99	1164,15	1179,48	1366,61	1135,74	923,50
Min	1,76	2,08	3,18	16,74	17,80	16,72
Max	8271,00	10172,00	10308,00	8271,00	10172,00	10308,00

<i>Return On Asset</i>						
Moyenne	-0,04	-0,02	-0,02	0,00	0,01	0,02
#neg	77	56	64	10	8	9
#pos	107	128	120	30	32	31
Quartile 1	-0,05	-0,02	-0,01	0,00	0,01	-0,01
Médiane	0,02	0,03	0,03	0,02	0,04	0,02
Quartile 3	0,05	0,06	0,06	0,05	0,06	0,07
Ecart-Type	0,27	0,22	0,18	0,13	0,12	0,28
Min	-2,07	-1,48	-1,65	-0,60	-0,67	-0,25
Max	0,81	0,32	0,47	0,81	0,32	0,47

<i>Liquidité absolue</i>						
Moyenne	0,59	0,63	0,66	0,71	0,81	0,97
Quartile 1	0,13	0,16	0,19	0,19	0,28	0,16
Médiane	0,37	0,40	0,47	0,47	0,61	0,48
Quartile 3	0,73	0,77	0,85	1,00	1,15	0,83
Ecart-Type	0,67	0,74	0,94	0,72	0,77	0,61
Min	0,00	0,00	0,00	0,03	0,04	0,05
Max	4,33	4,96	5,32	4,33	4,96	5,32

En l'espèce, nous constatons avec le tableau 8 que l'échantillon de LBO concentre majoritairement des sociétés sur le déclin. Bien que le chiffre d'affaires moyen et la médiane soient stables sur N-1 et N, le résultat net et les flux de trésorerie opérationnels diminuent en moyenne tandis que la proportion d'entreprises en perte s'accroît sur les trois années qui précèdent la transaction. Inversement les sociétés-cibles de MBO montrent une croissance du résultat net ainsi qu'une stabilité des flux de trésorerie opérationnel et un net désendettement. La taille moyenne des entreprises cible de MBO tend à s'accroître sur les 3 ans qui précèdent

la transaction tandis qu'elle demeure stable pour les sociétés de LBO. Les taux de liquidité des sociétés de l'échantillon apparaissent tous très élevés.

Les observations faites sur les fondamentaux des firmes de l'échantillon sont compatibles avec le canevas habituel de l'explication du LBO par Jensen : des entreprises matures générant un cash-flow régulier et dont la croissance s'accompagne d'un phénomène de destruction de valeur pour les actionnaires. Inversement, l'échantillon de MBO connaît une augmentation de son RoE moyen et ne rentre guère dans ce profil. Même si les proportions des deux échantillons sont inchangées relativement à notre échantillon de départ, la petite taille de l'échantillon de MBO, et la présence significative de firmes en croissance au sein de celui-ci, éloignent cet échantillon du profil théorique. La concentration de MBO défensifs en Asie du Sud-Est et la situation financière de notre échantillon de MBO tendent à confirmer que les motivations qui sous-tendent ces opérations sont nettement différentes des opérations de LBO.

2) Statistiques descriptives des variables de gestion du résultat

Nous étudions successivement la gestion comptable du résultat (tableaux 9, 10 et 11) puis la gestion réelle (tableau 12). Le tableau 13 présente les tests univariés paramétriques de Student des différentes mesures utilisées.

Le tableau 9 renseigne les statistiques relatives aux *accruals* anormaux sur les 3 années qui précèdent la transaction. Le tableau 10 complète celui-ci en proposant de calculer le changement dans les *accruals* anormaux relativement au total de l'actif de début de période. De façon générale, les statistiques descriptives sur les *accruals* anormaux ne permettent pas de mettre en avant un schéma évident de gestion du résultat compatible avec nos hypothèses et plus particulièrement l'idée d'une incitation différenciée à la gestion du résultat selon que la société soit la cible d'un LBO ou d'un MBO.

Tableau 9 : *Accruals* anormaux de N à N-2

Accrual <i>anormaux</i> N			
	LBO	MBO	Total
1/ Mesure de Jones modifié			
Moyenne	-0,0097	0,0124	-0,0058
Quartile 1	-0,0997	-0,0526	-0,0925
Mediane	-0,0356	-0,0076	-0,0267
Quartile 3	0,0426	0,0358	0,0426
Ecart-type	0,1729	0,1243	0,1652

2/ Mesure de Kothari <i>et al.</i>			
Moyenne	0,0598	0,0547	0,0589
Quartile 1	-0,0451	-0,0388	-0,0451
Mediane	0,0434	-0,0039	0,0379
Quartile 3	0,1570	0,1465	0,1570
Ecart-type	0,1989	0,1719	0,1940

3/ Mesure de Ball et Shivakumar			
---------------------------------	--	--	--

Moyenne	0,0947	0,0599	0,0885
Quartile 1	-0,0409	-0,0488	-0,0435
Médiane	0,0471	-0,0055	0,0406
Quartile 3	0,1570	0,1095	0,1565
Ecart-type	0,2477	0,2314	0,2447

4/ Mesure modifiée de Ball et Shivakumar			
Moyenne	0,0249	0,0897	0,0364
Quartile 1	-0,0417	-0,0262	-0,0410
Médiane	-0,0020	0,0444	0,0027
Quartile 3	0,0298	0,1500	0,0497
Ecart-type	0,1746	0,1975	0,1801

Accruals anormaux N-1			
	LBO	MBO	Total
1/ Mesure de Jones modifié			
Moyenne	-0,0089	-0,0005	-0,0074
Quartile 1	-0,0887	-0,0963	-0,0905
Médiane	-0,0436	-0,0056	-0,0425
Quartile 3	0,0124	0,0533	0,0272
Ecart-type	0,1492	0,1251	0,1450

2/ Mesure de Kothari <i>et al.</i>			
Moyenne	0,0952	0,0329	0,0841
Quartile 1	-0,0488	-0,0731	-0,0533
Médiane	0,0301	0,0146	0,0296
Quartile 3	0,1838	0,0634	0,1550
Ecart-type	0,2167	0,1684	0,2099

3/ Mesure de Ball et Shivakumar	
---------------------------------	--

Moyenne	0,1028	0,0348	0,0906
Quartile 1	-0,0487	-0,0761	-0,0513
Médiane	0,0290	0,0067	0,0282
Quartile 3	0,1745	0,0632	0,1605
Ecart-type	0,2213	0,1731	0,2147

4/ Mesure modifiée de Ball et Shivakumar			
Moyenne	0,0119	0,0760	0,0234
Quartile 1	-0,0314	-0,0027	-0,0263
Médiane	0,0045	0,0478	0,0085
Quartile 3	0,0502	0,1805	0,0579
Ecart-type	0,0906	0,1157	0,0984

Accruals anormaux N-2			
	LBO	MBO	Total
1/ Mesure de Jones modifié			
Moyenne	-0,0062	-0,0007	-0,0052
Quartile 1	-0,0940	-0,0824	-0,0939
Médiane	-0,0452	-0,0108	-0,0414
Quartile 3	0,0295	0,0325	0,0299
Ecart-type	0,1740	0,1419	0,1684

2/ Mesure de Kothari <i>et al.</i>			
Moyenne	0,1082	0,0283	0,0939
Quartile 1	-0,0490	-0,0762	-0,0503
Médiane	0,0294	0,0079	0,0217
Quartile 3	0,1726	0,0659	0,1514
Ecart-type	0,2674	0,1875	0,2565

3/ Mesure de Ball et Shivakumar	
---------------------------------	--

Moyenne	0,1208	0,0394	0,1062
Quartile 1	-0,0463	-0,0793	-0,0535
Médiane	0,0360	0,0029	0,0212
Quartile 3	0,1970	0,0544	0,1649
Ecart-type	0,2772	0,2016	0,2667

4/ Mesure modifiée de Ball et Shivakumar			
Moyenne	0,0197	0,0694	0,0285
Quartile 1	-0,0327	-0,0018	-0,0314
Médiane	0,0056	0,0580	0,0131
Quartile 3	0,0518	0,1619	0,0649
Ecart-type	0,1099	0,1191	0,1130

Sans tenir compte du groupe de contrôle, les *accruals* anormaux moyens caractérisent en moyenne une gestion comptable agressive sur l'année qui précède l'annonce de la transaction indépendamment de la nature de l'opération (tableau 9). Néanmoins, seuls les modèles 2 et 3 sont significatifs (cf. tableau 13). Pour ces deux mesures, les *accruals* anormaux étaient en moyenne positifs également pour les deux sous-échantillons en N-1 (significatifs au seuil de 95% pour les transactions de LBO, et non-significatif pour les transactions de MBO). Pour l'année N seulement, cette politique comptable agressive représenterait en moyenne 3,32% de la valeur des transactions de LBO et 5,07% de la valeur des transactions de MBO. Remarquons que la mesure des *accruals* anormaux proposée par Ball et Shivakumar, dont l'effet désiré est de neutraliser l'effet asymétrique de la reconnaissance des pertes et réduire l'erreur de classification des *accruals*, aboutit à une estimation plus élevée des *accruals* anormaux lorsque la politique comptable est agressive. C'est en particulier le cas sur l'échantillon de LBO identifié précédemment comme étant en ralentissement économique. Inversement, pour l'échantillon de MBO, dont les entreprises sont en moyenne en croissance, la mesure est proche. Ce n'est en revanche pas le cas pour le modèle 4 qui décompose uniquement les *accruals* de court terme et dont la moyenne n'est pas significative en N et N-1 pour le sous-échantillon de LBO. Cela est conforme avec les attentes du modèle. La dispersion quant à elle devient légèrement plus élevée. La dispersion est de 0,2213 et 0,1731 en N-1 pour les LBO et MBO dans l'estimation de Ball et Shivakumar contre 0,2167 et 0,1684 dans l'estimation du modèle de Kothari *et al.* En N, elle est de 0,2477 et 0,2314 (LBO et MBO) contre 0,1989 et 0,1719. Le tableau 10 ci-dessous montre que le modèle aboutit à détecter un nombre légèrement plus important d'entreprises identifiées comme agressives.

Tableau 10 : Changement dans les *accruals* anormaux

Changement <i>accruals</i> anormaux N/N-1			
	LBO	MBO	Total
1/ Mesure de Jones modifié			
Moyenne	0,0015	0,0151	0,0039
Quartile 1	-0,0460	-0,0741	-0,0656
Médiane	0,0011	-0,0047	0,0002
Quartile 3	0,0651	0,1027	0,0678
Ecart-type	0,2116	0,1574	0,2028
#pos	94	18	112
#neg	90	22	112
2/ Mesure de Kothari <i>et al.</i>			
Moyenne	-0,0312	0,0258	-0,0211
Quartile 1	-0,1512	-0,0748	-0,1193
Médiane	-0,0055	-0,0093	-0,0060

Quartile 3	0,1008	0,1015	0,1008
Ecart-type	0,2849	0,1794	0,2696
#pos	88	17	105
#neg	96	23	119

3/ Mesure de Ball et Shivakumar			
---------------------------------	--	--	--

Moyenne	-0,0037	0,0301	0,0023
Quartile 1	-0,1383	-0,0740	-0,1067
Médiane	0,0001	-0,0079	-0,0009
Quartile 3	0,1034	0,1050	0,1034
Ecart-type	0,3074	0,2091	0,2921
#pos	93	19	112
#neg	91	21	112

4/ Mesure modifiée de Ball et Shivakumar			
Moyenne	0,0113	0,0186	0,0126
Quartile 1	-0,0615	-0,0623	-0,0615
Médiane	-0,0012	0,0190	0,0022
Quartile 3	0,0489	0,0808	0,0530
Ecart-type	0,1948	0,1798	0,1918
#pos	91	25	116
#neg	93	15	108

Changement <i>accruals</i> anormaux N-1/N-2			
	LBO	MBO	Total
1/ Mesure de Jones modifié			
Moyenne	0,0012	-0,0004	0,0009
Quartile 1	-0,0700	-0,0345	-0,0587
Médiane	-0,0098	-0,0020	-0,0098
Quartile 3	0,0509	0,0596	0,0536
Ecart-type	0,1609	0,1083	0,1527
#pos	88	20	108
#neg	96	20	116

2/ Mesure de Kothari <i>et al.</i>			
Moyenne	-0,0060	0,0026	-0,0045
Quartile 1	-0,1289	-0,0266	-0,1217
Médiane	-0,0063	0,0037	-0,0047
Quartile 3	0,0913	0,0595	0,0874
Ecart-type	0,2459	0,1506	0,2315
#pos	86	21	107
#neg	98	19	117

3/ Mesure de Ball et Shivakumar			
Moyenne	-0,0097	-0,0030	-0,0085
Quartile 1	-0,1226	-0,0337	-0,1114
Médiane	-0,0001	0,0125	0,0011
Quartile 3	0,0905	0,0515	0,0843

Ecart-type	0,2578	0,1676	0,2439
#pos	92	21	113
#neg	92	19	111

4/ Mesure modifiée de Ball et Shivakumar			
Moyenne	-0,0075	0,0058	-0,0052
Quartile 1	-0,0570	-0,0513	-0,0555
Médiane	-0,0131	0,0116	-0,0085
Quartile 3	0,0465	0,0523	0,0488
Ecart-type	0,1476	0,1034	0,1407
#pos	78	24	102
#neg	106	16	122

Le tableau 10 montre que le changement moyen dans les *accruals* anormaux entre N-1 et N dans les transactions de LBO est négatif. L'agressivité de la politique comptable de ces transactions tend en moyenne à s'atténuer. En fait, la population de chaque sous-échantillon est scindée en presque deux parts égales lorsque l'on observe le signe du changement dans les *accruals* anormaux pour l'ensemble des mesures des *accruals* anormaux retenues. Les statistiques descriptives permettent de valider raisonnablement l'hypothèse d'une gestion agressive des résultats pour les LBO, mais, contre-intuitivement également pour les MBO au moyen des *accruals* anormaux.

Afin de conforter nos observations, nous nous intéressons désormais aux *PMDA* sur les 3 années précédant la transaction afin d'incorporer la politique comptable du groupe de contrôle (tableau 11) dans l'analyse.

Tableau 11 : Performance-matched discretionary accruals

PMDA N			
	LBO	MBO	Total
1/ Mesure de Jones modifié, pmda			
Moyenne	-0,0739	-0,0088	-0,0622
Quartile 1	-0,1694	-0,0628	-0,1472
Médiane	-0,0585	-0,0200	-0,0434
Quartile 3	0,0518	0,0399	0,0484
Ecart-type	0,2459	0,1500	0,2328

2/ Mesure de Kothari <i>et al.</i> , pmda			
Moyenne	-0,1002	0,0145	-0,0797
Quartile 1	-0,2092	-0,0515	-0,1845
Médiane	-0,0803	-0,0094	-0,0572
Quartile 3	0,0385	0,0917	0,0458
Ecart-type	0,2487	0,1787	0,2414

3/ Mesure de Ball et Shivakumar, pmda	
---------------------------------------	--

Moyenne	-0,0978	-0,0038	-0,0810
Quartile 1	-0,2105	-0,0676	-0,1956
Médiane	-0,0810	-0,0150	-0,0592
Quartile 3	0,0308	0,0588	0,0379
Ecart-type	0,2543	0,1907	0,2464

4/ Mesure modifiée de Ball et Shivakumar, pmda			
Moyenne	0,0297	0,0619	0,0355
Quartile 1	-0,0319	-0,0321	-0,0319
Médiane	0,0152	0,0460	0,0168
Quartile 3	0,0939	0,1339	0,0996
Ecart-type	0,1412	0,1482	0,1427

PMDA N-1			
	LBO	MBO	Total
1/ Mesure de Jones modifié, pmda			
Moyenne	-0,0461	-0,0237	-0,0421
Quartile 1	-0,1590	-0,1166	-0,1543
Mediane	-0,0608	-0,0118	-0,0473
Quartile 3	0,0317	0,0557	0,0344
Ecart-type	0,1998	0,1585	0,1929

2/ Mesure de Kothari <i>et al.</i> , pmda			
Moyenne	-0,0378	-0,0083	-0,0326
Quartile 1	-0,1762	-0,1144	-0,1686
Mediane	-0,0515	0,0245	-0,0411
Quartile 3	0,0797	0,0596	0,0783
Ecart-type	0,2725	0,1920	0,2598

3/ Mesure de Ball et Shivakumar, pmda	
---------------------------------------	--

Moyenne	-0,0376	-0,0119	-0,0330
Quartile 1	-0,1729	-0,1098	-0,1633
Mediane	-0,0561	-0,0162	-0,0472
Quartile 3	0,0771	0,0653	0,0749
Ecart-type	0,2722	0,1933	0,2597

4/ Mesure modifiée de Ball et Shivakumar, pmda			
Moyenne	0,0330	0,0794	0,0413
Quartile 1	-0,0316	-0,0035	-0,0284
Mediane	0,0174	0,0553	0,0269
Quartile 3	0,0854	0,1538	0,1021
Ecart-type	0,1255	0,1265	0,1266

PMDA N-2			
	LBO	MBO	Total
1/ Mesure de Jones modifié, pmda			

Moyenne	-0,0869	0,0076	-0,0700
Quartile 1	-0,1715	-0,0787	-0,1497
Médiane	-0,0474	-0,0053	-0,0342
Quartile 3	0,0497	0,0596	0,0521
Ecart-type	0,2550	0,1266	0,2397

2/ Mesure de Kothari <i>et al.</i> , pmda			
Moyenne	-0,0540	0,0154	-0,0416
Quartile 1	-0,2200	-0,0767	-0,1749
Médiane	-0,0371	-0,0059	-0,0232
Quartile 3	0,1147	0,0577	0,0861
Ecart-type	0,3403	0,1477	0,3155

3/ Mesure de Ball et Shivakumar, pmda			
---------------------------------------	--	--	--

Moyenne	-0,0397	0,0304	-0,0272
Quartile 1	-0,2285	-0,0627	-0,1812
Médiane	-0,0482	-0,0104	-0,0322
Quartile 3	0,1173	0,0583	0,0891
Ecart-type	0,3538	0,1736	0,3297

4/ Mesure modifiée de Ball et Shivakumar, pmda			
Moyenne	0,0453	0,0661	0,0490
Quartile 1	-0,0257	0,0034	-0,0241
Médiane	0,0232	0,0482	0,0316
Quartile 3	0,0874	0,1605	0,1049
Ecart-type	0,1435	0,1307	0,1412

La gestion des résultats du sous-échantillon de LBO s'avère statistiquement significative et négative au seuil de 5% sur l'année qui précède la transaction avec des moyennes de -0,0739, -0,0978, -0,0461 sur nos trois premières mesures d'*accruals* et 0,0297 sur la quatrième. Ces mêmes estimations ne sont en moyenne pas significatives sur la période N-1. Cela témoigne d'une modération en matière de gestion comptable du résultat plus importante dans les sociétés-cibles sur la majorité de l'échantillon comparativement aux entreprises du groupe de contrôle à niveaux de performance opérationnelle comparables. Sur la base de ces calculs, la valeur de transaction des sociétés-cibles de LBO serait en moyenne atténuée de 16,04% et n'est pas significative pour les transactions de MBO (voir tableau 13). Ce constat est valable pour la majorité des mesures d'*accruals* anormaux utilisées après appariement, c'est toutefois moins le cas pour les années N-1 et N-2. Nous observons ainsi un infléchissement de la politique comptable des sociétés-cibles de LBO en matière d'*accruals* comparativement au groupe de contrôle que l'on ne retrouvait pas dans les mesures précédentes. Pour le sous-échantillon de MBO, les observations sont quant à elles plus nuancées sur les 3 années et ne permettent pas de

mettre en exergue une politique comptable claire. Par la suite dans les analyses multivariées nous testeront nos hypothèses en mobilisant à la fois les *accruals* anormaux et les *performance-matched discretionary accruals*.

Nous nous intéressons désormais aux leviers de la gestion réelle des résultats (tableau 12).

Tableau 12 : Mesures de gestion réelle

Variables de gestion réelle N			
	LBO	MBO	Total
1/ Ventes			
Moyenne	0,0650	-0,0060	0,0523
Quartile 1	-0,0015	-0,0372	-0,0122
Médiane	0,0423	-0,0049	0,0329
Quartile 3	0,0998	0,0477	0,0943
Ecart-type	0,1866	0,1001	0,1763
Min	-0,4021	-0,3382	-0,4021
Max	1,5288	0,1949	1,5288

2/ Coûts de production			
Moyenne	-0,0444	0,0783	-0,0225
Quartile 1	-0,5115	-0,1591	-0,4661
Médiane	-0,2192	0,0115	-0,1510
Quartile 3	0,1739	0,2438	0,2120
Ecart-type	0,6951	0,3919	0,6524
Min	-0,9370	-0,5650	-0,9370
Max	4,3168	1,4558	4,3168

3/ Dépenses discrétionnaires			
------------------------------	--	--	--

Moyenne	-0,0314	-0,0337	-0,0319
Quartile 1	-0,2008	-0,1550	-0,1966
Médiane	-0,1130	-0,0681	-0,1095
Quartile 3	0,0510	0,0491	0,0510
Ecart-type	0,6867	0,1800	0,6266
Min	-1,9135	-0,2734	-1,9135
Max	8,1256	0,5926	8,1256

4/ Somme variables gestion réelle			
-----------------------------------	--	--	--

Moyenne	-0,0108	0,0385	-0,0020
Quartile 1	-0,5673	-0,1049	-0,5048
Médiane	-0,2223	-0,0055	-0,1181
Quartile 3	0,1704	0,1229	0,1454
Ecart-type	1,1306	0,3794	1,0365
Min	-0,9631	-0,7502	-0,9631
Max	11,2178	1,3466	11,2178

Variables de gestion réelle N-1			
	LBO	MBO	Total
1/ Ventes			
Moyenne	0,0928	0,0433	0,0839
Quartile 1	0,0139	-0,0257	0,0047
Médiane	0,0614	0,0076	0,0530
Quartile 3	0,1266	0,0983	0,1188
Ecart-type	0,1772	0,1509	0,1736
Min	-0,1469	-0,1675	-0,1675
Max	1,6735	0,7182	1,6735

2/ Coûts de production			
Moyenne	-0,0707	0,0501	-0,0491
Quartile 1	-0,5211	-0,1699	-0,4990
Médiane	-0,2319	0,0599	-0,1798
Quartile 3	0,1917	0,2745	0,2420
Ecart-type	0,7091	0,3412	0,6597
Min	-0,8367	-0,7038	-0,8367
Max	4,9384	0,7318	4,9384

3/ Dépenses discrétionnaires			
------------------------------	--	--	--

Moyenne	-0,0926	0,0333	-0,0701
Quartile 1	-0,2294	-0,1380	-0,2181
Médiane	-0,1120	-0,0649	-0,0976
Quartile 3	0,0282	0,0605	0,0363
Ecart-type	0,3100	0,4012	0,3307
Min	-2,0965	-0,4210	-2,0965
Max	0,7973	2,1851	2,1851

4/ Somme variables gestion réelle			
-----------------------------------	--	--	--

Moyenne	-0,0705	0,1267	-0,0353
Quartile 1	-0,5850	-0,1070	-0,5264
Médiane	-0,2357	0,0409	-0,1353
Quartile 3	0,1541	0,2841	0,2020
Ecart-type	0,7992	0,5795	0,7672
Min	-1,0289	-0,8127	-1,0289
Max	5,8421	3,0216	5,8421

Variables de gestion réelle N-2			
	LBO	MBO	Total
1/ Flux de trésorerie opérationnels			
Moyenne	0,0853	0,1359	0,0943
Quartile 1	0,0078	-0,0044	0,0026
Médiane	0,0595	0,0205	0,0552
Quartile 3	0,1428	0,0851	0,1354
Ecart-type	0,1544	0,3791	0,2123
Min	-0,3546	-0,0811	-0,3546
Max	1,0125	1,8917	1,8917

2/ Coûts de production			
Moyenne	0,0484	0,0040	0,0405
Quartile 1	-0,4797	-0,1817	-0,4472
Médiane	-0,2172	0,0212	-0,1565
Quartile 3	0,1964	0,2088	0,2088
Ecart-type	1,6343	0,3130	1,4864
Min	-0,8781	-0,7103	-0,8781
Max	20,2184	0,5614	20,2184

3/ Dépenses discrétionnaires			
------------------------------	--	--	--

Moyenne	-0,1093	-7,3519	-1,4026
Quartile 1	-0,2285	-0,1795	-0,2206
Médiane	-0,1275	-0,0767	-0,1131
Quartile 3	0,0508	0,0473	0,0491
Ecart-type	1,1882	31,5467	13,5253
Min	-8,3671	-186,1146	-186,1146
Max	10,3260	0,7235	10,3260

4/ Somme variables gestion réelle			
-----------------------------------	--	--	--

Moyenne	0,0244	-7,2121	-1,2678
---------	--------	---------	---------

Quartile 1	-0,5732	-0,1248	-0,5240
Médiane	-0,2077	-0,0037	-0,1176
Quartile 3	0,2141	0,1691	0,2026
Ecart-type	2,5308	31,1546	13,5174
Min	-7,5641	-184,0137	-184,0137
Max	31,0352	0,5917	31,0352

La manipulation des ventes est à la hausse et en moyenne de 0,065 en N et 0,0928 en N-1 pour les LBO et caractérise un comportement agressif. Cet accroissement anormal et significatif des ventes représente en moyenne 4,47% de la valeur des transactions et 10,67% si l'on cumule les deux années qui précèdent la transaction. Le comportement des entreprises-cibles de LBO en matière de manipulation des ventes est plus homogène que sur les autres variables de manipulation réelle au regard des dispersions. Les estimations ne sont à nouveau pas significatives pour les MBO. La dispersion (0,1866) est plus réduite en matière de manipulation des ventes qu'elle ne l'est sur les coûts de production (0,6951) et les dépenses discrétionnaires (0,6867). Pour les cibles de MBO, la moyenne des ventes anormales est nulle pour N (-0,0060) avec un écart-type plus réduit que celui des LBO (0,1001) pour l'année qui précède l'annonce de la transaction. La croissance observée des sociétés-cibles de MBO ne paraît pas entachée par la gestion réelle du résultat.

Tableau 13 : Test univariés paramétriques de Student (95%)

N	LBO			MBO		
	Pr(T > t)	Test	Intervalle	Pr(T > t)	Test	Intervalle de confiance
Abn_Cfo	0.0000	4.7266	0.0378792 0.0921624	0.7065	-0.3793	-0.0380332 0.0260218
Abn_Cog	0.3872	-0.8667	-0.1455155 0.056691	0.2139	1.2636	-0.0470316 0.2036135
Abn_Dx	0.5352	-0.6212	-0.1313307 0.0684356	0.2430	-1.1855	-0.0913261 0.0238306
Abn_Jones	0.4469	-0.7622	-0.0348599 0.0154317	0.5305	0.6330	-0.0273118 0.0521903
Abn_Kothari	0.0001	4.0789	0.0308745 0.0887283	0.0512	2.0119	-0.0002939 0.1096798
Abn_Bs	0.0000	5.1872	0.0586992 0.1307638	0.1098	1.6365	-0.014127 0.1338716
Abn_Bs_mod	0.0550	-1.9309	-0.0502431 0.0005417	0.0066	-2.8720	-0.1528319 -0.0265193
Pmda_Jones	0.0001	-4.0743	-0.1096201 -0.0380902	0.7126	-0.3710	-0.056766 0.0391696
Pmda_Kothari	0.0000	-5.4660	-0.1364089 -0.0640506	0.6101	0.5140	-0.0426207 0.0716632
Pmda_Bs	0.0000	-5.2146	-0.1347541 -0.0607741	0.9003	-0.1261	-0.0647752 0.0571717
Pmda_Bs_mod	0.0048	-2.8550	-0.0502591 -0.0091818	0.0119	-2.6400	-0.1092601 -0.0144655

N-1	LBO				MBO			
	Pr(T > t)	Test	Intervalle		Pr(T > t)	Test	Intervalle	
Abn_Cfo	0.0000	7.1014	0.0670094	0.1185693	0.0774	1.8137	-0.0049861	0.0915084
Abn_Cog	0.1780	-1.3520	-0.1738227	0.0324641	0.3587	0.9287	-0.0590151	0.1592211
Abn_Dx	0.0001	-4.0530	-0.1377042	-0.047531	0.6021	0.5256	-0.0949609	0.1616409
Abn_Jones	0.4172	-0.8131	-0.0306542	0.0127622	0.9814	-0.0234	-0.0404598	0.0395341
Abn_Kothari	0.0000	5.9581	0.0636576	0.1266918	0.2237	1.2363	-0.020936	0.0867616
Abn_Bs	0.0000	6.3014	0.0706051	0.1349723	0.2116	1.2701	-0.0205945	0.0900993
Abn_Bs_mod	0.0753	-1.7886	-0.0251108	0.0012311	0.0002	-4.1548	-0.1130316	-0.0390115
Pmda_Jones	0.0020	-3.1297	-0.0751483	-0.0170348	0.3497	-0.9465	-0.0744331	0.0269786
Pmda_Kothari	0.0613	-1.8831	-0.0774699	0.0018055	0.7855	-0.2740	-0.0697165	0.0530819
Pmda_Bs	0.0626	-1.8736	-0.0771836	0.0019947	0.6992	-0.3892	-0.0737301	0.0499327
Pmda_Bs_mod	0.0005	-3.5644	-0.051215	-0.0147188	0.0003	-3.9696	-0.1198552	-0.0389407

Note : *Abn_cfo*, *Abn_Cog* et *Abn_Dx* correspondent respectivement aux mesures de gestion réelle par la manipulation des ventes, les coûts de production et les dépenses discrétionnaires. Les quatre mesures suivantes sont les résidus des modèles d'*accruals* (1) à (4) et les quatre dernières mesures sont les mêmes résidus diminués de la moyenne des *accruals* anormaux des firmes comparables.

Parmi les trois leviers de manipulation réelle du résultat, seule la manipulation des ventes s'avère statistiquement significative et positive au seuil de 5% (T-Test paramétrique de Student) sur les deux années qui précèdent la transaction et pour le sous-échantillon de LBO uniquement (tableaux 12 et 13).

L'absence de pratique évidente de manipulation des ventes dans le cas des MBO est confirmée et la moyenne n'est pas statistiquement significativement différente de 0. Les autres variables de gestion réelle ne s'avèrent pas significatives sur les opérations de LBO et MBO. Les moyennes des dépenses discrétionnaires anormales présentées sur les LBO et MBO lors de l'année qui précède la transaction sont négatives bien que statistiquement non significatives. Lorsque l'on somme l'ensemble des variables de gestion réelle (avec les ventes multipliées par -1), la moyenne n'est statistiquement pas significative avec un écart-type qui s'établit à un niveau bien supérieur que celui des mesures prises individuellement (respectivement 1,13 et 0,37 en N pour les LBO et MBO).

Tableau 14 : Matrice de corrélation de Pearson

	Premium	Abn_Cfo	Abn_DX	Abn_Cog	Abn_Jones	Abn_Kothari	Abn_Bs	Abn_Bs_mod.	Pmda_Jones	Pmda_Kothari	Pmda_Bs	Pmda_Bs_mod.	Duree_deal	Lev	Size	Roe	Loss	Liquidity	Sollicited
Premium	1																		
Abn_Cfo	-0.1558	1																	
Abn_DX	0.0007	-0.2101	1																
Abn_Cog	-0.0307	0.0032	0.3361	1															
Abn_Jones	0.1204	-0.0354	-0.0491	0.0620	1														
Abn_Kothari	0.0663	-0.1895	-0.0238	0.0824	0.7763	1													
Abn_Bs	0.0597	0.0715	-0.0677	0.0424	0.8645	0.8880	1												
Abn_Bs_mod.	-0.0092	-0.0143	-0.2000	-0.0902	0.0901	0.1058	0.0425	1											
Pmda_Jones	0.0915	-0.0807	-0.0028	0.0852	0.5348	0.4208	0.3977	0.1947	1										
Pmda_Kothari	0.1036	-0.0111	-0.0373	0.1161	0.5143	0.5125	0.5296	0.1230	0.6361	1									
Pmda_Bs	0.0859	0.0021	-0.0037	0.1205	0.5336	0.5265	0.5655	0.1674	0.6620	0.9603	1								
Pmda_Bs_mod.	-0.0076	0.0372	-0.1493	-0.0666	0.1337	0.0772	0.0728	0.7846	0.2323	0.1681	0.2049	1							
Duree_deal	-0.0087	-0.0515	-0.0295	-0.0331	0.0226	-0.0287	-0.0249	-0.0085	0.0772	0.0600	0.0649	-0.0425	1						
Lev	0.2899	0.0169	-0.1047	-0.0825	-0.0169	0.0316	0.0405	0.1471	-0.0241	0.0857	0.0914	0.1721	-0.0855	1					
Size	-0.2656	0.0965	-0.1468	-0.0978	-0.2172	-0.1351	-0.1534	0.1975	-0.1426	-0.1410	-0.1423	0.0611	0.1741	0.0795	1				
Roe	-0.0153	-0.0105	0.0341	0.0436	0.1194	0.1397	0.1091	-0.1074	-0.0020	-0.0176	-0.0186	-0.0401	0.0429	-0.0460	0.0299	1			
Loss	0.1490	-0.0763	0.1002	-0.0477	0.0614	0.0882	0.1278	0.0378	0.0635	0.0869	0.0678	0.0014	-0.0908	0.2400	-0.1353	-0.1102	1		
Liquidity	-0.0162	0.0102	-0.0641	-0.1344	-0.0482	-0.0754	-0.1150	0.0190	0.0505	-0.0383	-0.0401	-0.0176	0.1432	-0.2825	-0.0087	0.0116	-0.1647	1	
Sollicited	-0.1297	0.1132	-0.0650	-0.1107	-0.0745	-0.1784	-0.0807	-0.1731	-0.0217	-0.0518	-0.0291	-0.1365	-0.0045	-0.0420	-0.0406	0.0471	-0.0051	0.0512	1

La table de corrélation (tableau 14) met en exergue une corrélation négative contre-intuitive (-0.1558) entre les pratiques de manipulation des ventes et la prime de contrôle à un mois. Les *accruals* anormaux sont quant à eux positivement corrélés à la prime de contrôle pour nos trois premières mesures, bien qu'aucun comportement moyen distinctif n'ait été observé. L'effet de la taille de la société-cible négativement corrélée (-0,2656) à la prime de contrôle déjà documenté dans la littérature sur les LBO et MBO se retrouve logiquement dans notre étude. Enfin, bien que l'intégralité de notre échantillon soit composée *ex post* d'opérations amicales nous remarquons que lorsque la société-cible est à l'initiative du rachat la prime de contrôle est d'autant plus faible (-0,1297).

B] Analyses multivariées

1) Stratégie de substitution de la gestion comptable du résultat par la gestion réelle

Nous commençons par étudier l'hypothèse selon laquelle les entreprises privilégient la gestion réelle à une gestion comptable par les *accruals* en prenant d'abord la somme des variables de gestion réelle que nous régressons sur les différentes mesures d'*accruals* anormaux (tableaux 15a et 15b). Nous répétons le processus en distinguant selon que les *accruals anormaux* sont positifs ou négatifs dans l'échantillon afin de déterminer si cette substitution supposée est susceptible de se produire conditionnellement au sens de la politique comptable (tableaux 15c à 15f). Nous n'incorporons pas ici dans les régressions les résultats avec effet fixe et effet marginal sur les transactions de MBO qui ne montre pas de gestion claire du résultat. En effet nous avons observé dans les statistiques descriptives qu'il n'était pas possible de mettre en exergue un schéma régulier dans la gestion comptable ou réelle de ce sous-échantillon de transactions. Les tableaux 16 à 18 reproduisent ce processus en prenant isolément chacune de nos mesures de gestion réelle comme variable dépendante.

Ce constat s'observe indépendamment du signe des *accruals* anormaux, indiquant qu'une gestion agressive du résultat comptable n'est pas renforcée en moyenne par une gestion réelle globale agressive et inversement lorsque la gestion du résultat s'exerce à la baisse.

Tableau 15a : Gestion réelle globale et substitution aux *accruals*

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.0942	-0.1367*	-0.1383*	-0.1297
	(0.0883)	(0.0790)	(0.0800)	(0.0931)
Abn_Jones_	0.1443			
	(0.3283)			
Abn_lag_Jones	0.2894			
	(0.5229)			
Abn_Kothari		0.1215		
		(0.3161)		
Abn_lag_Kothari		0.6076*		
		(0.3588)		
Abn_BS			0.0209	
			(0.2160)	
Abn_lag_BS			0.5978*	
			(0.3585)	
Abn_BS_modified				0.4958
				(0.4036)
Abn_lag_BS_modified				-0.1972
				(0.6240)
Smoothing	-0.0473**	-0.0453**	-0.0476***	-0.0478***
	(0.0196)	(0.0182)	(0.0175)	(0.0180)
Loss	-0.0280	-0.0262	-0.0165	-0.0314
	(0.1467)	(0.1340)	(0.1363)	(0.1325)
Periode	-0.0333	0.0083	0.0006	-0.0185
	(0.1317)	(0.1375)	(0.1384)	(0.1462)
Observations	224	224	224	224
R-squared	0.1144	0.1435	0.1419	0.1244

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Les résultats pris dans leur ensemble ne permettent pas de conclure à un phénomène de substitution univoque de la gestion comptable par les leviers de gestion réelle. Les coefficients qui lient les diverses mesures d'*accruals* anormaux à la gestion réelle – qu'ils soient comparés ou non au groupe de contrôle – ne sont la plupart du temps pas significatifs pour confirmer une relation de substitution ou même de complémentarité. Le degré de lissage du résultat est en revanche négativement et significativement connecté (tableaux 15a et 15b) à la gestion réelle globale (la somme des variables de gestion réelle) et en particulier dans la situation où la politique comptable est conservatrice (tableaux 15e et 15f). Les entreprises-cibles qui font le choix d'une politique commerciale agressive sacrifient leur degré de lissage des résultats pour s'autoriser une gestion réelle agressive.

Tableau 15b : Gestion réelle globale et substitution aux *accruals*

Le cas des *performance matched discretionary accruals*

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.0870	-0.0638	-0.0644	-0.1133
	(0.0931)	(0.0980)	(0.0958)	(0.0927)
Pmda_Jones_	0.1167			
	(0.2338)			
Pmda_lag_Jones	0.1010			
	(0.3552)			
Pmda_Kothari		0.1165		
		(0.2193)		
Pmda_lag_Kothari		0.4599**		
		(0.2291)		
Pmda_BS			0.1377	
			(0.2232)	
Pmda_lag_Bs			0.4672*	
			(0.2450)	
Pmda_Bs_modified				0.3616
				(0.4075)
Pmda_lag_Bs_modified				-0.1883
				(0.4276)
Smoothing	-0.0476**	-0.0492***	-0.0483***	-0.0463***
	(0.0197)	(0.0183)	(0.0183)	(0.0171)
Loss	-0.0337	0.0035	0.0054	-0.0393
	(0.1413)	(0.1403)	(0.1394)	(0.1312)
Periode	-0.0473	-0.0466	-0.0483	-0.0372
	(0.1433)	(0.1332)	(0.1313)	(0.1357)
Observations	224	224	224	224
R-squared	0.1116	0.1421	0.1446	0.1154

Bien que les *performance matched discretionary accruals* soient significatifs dans les statistiques univariées, la régression ne montre pas de relation de significativité avec la gestion réelle du résultat qui permettrait de conclure à une substitution par les leviers de gestion réelle. En revanche le niveau de lissage des résultats est significatif et négativement associé à la gestion réelle.

Tableau 15c : Gestion réelle globale et substitution aux *accruals*

Cas des *accruals* anormaux positifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.1960	-0.0809	-0.0787	-0.2230*
	(0.2628)	(0.1423)	(0.1438)	(0.1232)
Abn_Jones_	-0.0051			
	(0.4869)			
Abn_lag_Jones	-0.0595			
	(0.5343)			
Abn_Kothari		0.2187		
		(0.4212)		
Abn_lag_Kothari		0.7421		
		(0.4501)		
Abn_BS			0.0894	
			(0.2269)	
Abn_lag_BS			0.6655*	
			(0.3837)	
Abn_Bs_modified				0.7762
				(0.6073)
Abn_lag_Bs_modified				-0.2827
				(1.1114)
Smoothing	-0.0100	-0.0220	-0.0247	-0.0280
	(0.0353)	(0.0346)	(0.0331)	(0.0293)
Loss	-0.1804	-0.1301	-0.1364	-0.0418
	(0.2009)	(0.1483)	(0.1549)	(0.1706)
Periode	-0.0201	-0.0336	-0.0145	0.0696
	(0.2177)	(0.1851)	(0.1760)	(0.2240)
Observations	90	133	137	115
R-squared	0.0686	0.1432	0.1438	0.1406

Tableau 15d : Gestion réelle globale et substitution aux *accruals*

Cas des *performance matched discretionary accruals* positifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.1053	0.1652	0.0895	-0.3038**
	(0.1658)	(0.2557)	(0.2172)	(0.1211)
Pmda_Jones_	0.7862			
	(0.6161)			
Pmda_lag_Jones	-0.2305			
	(0.3980)			
Pmda_Kothari		0.2729		
		(0.9306)		
Pmda_lag_Kothari		0.4479		
		(0.4132)		
Pmda_BS			0.5056	
			(0.7420)	
Pmda_lag_BS			0.3166	
			(0.3045)	
Pmda_BS_modified				1.1177

				(0.7333)
Pmda_lag_Bs_modified				-0.3071
				(0.7010)
Smoothing	0.0201	-0.0427	-0.0368	-0.0236
	(0.0475)	(0.0419)	(0.0408)	(0.0268)
Loss	-0.0940	-0.0294	0.0379	-0.1226
	(0.2141)	(0.2475)	(0.2282)	(0.1517)
Periode	0.0330	-0.0997	-0.0506	-0.0497
	(0.1824)	(0.2062)	(0.1895)	(0.1865)
Observations	85	78	75	134
R-squared	0.0912	0.1115	0.1020	0.1730

Dans la situation où les sociétés mettent en œuvre une politique comptable à la hausse du résultat, aucune association apparaît significative avec la gestion réelle.

Tableau 15e : Gestion réelle globale et substitution aux *accruals*
Cas des *accruals* anormaux négatifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.1989**	-0.2716**	-0.2437*	-0.1226
	(0.0818)	(0.1304)	(0.1225)	(0.1700)
Abn_Jones_	-0.0380			
	(0.6591)			
Abn_lag_Jones	0.8536			
	(0.9582)			
Abn_Kothari		-0.5050		
		(0.8204)		
Abn_lag_Kothari		0.4089		
		(0.5381)		
Abn_BS			-0.3734	
			(0.8125)	
Abn_lag_BS			0.5612	
			(0.6473)	
Abn_BS_modified				-0.0706
				(0.8778)
Abn_lag_BS_modified				-0.2131
				(0.5809)
Smoothing	-0.0802**	-0.0696**	-0.0749**	-0.0520**
	(0.0318)	(0.0327)	(0.0340)	(0.0242)
Loss	0.1539	0.1733	0.1937	-0.0286
	(0.2359)	(0.2360)	(0.2393)	(0.1738)
Periode	-0.0438	0.0290	-0.0355	-0.0972
	(0.1779)	(0.2198)	(0.2084)	(0.1716)
Observations	134	91	87	109
R-squared	0.2199	0.2170	0.2657	0.1494

Tableau 15f : Gestion réelle globale et substitution aux *accruals*

Cas des performance matched discretionary *accruals* négatifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.0855	-0.1667*	-0.1251	0.0922
	(0.1023)	(0.0899)	(0.0990)	(0.2020)
Pmda_Jones_	0.0670			
	(0.2665)			
Pmda_lag_Jones	0.4445			
	(0.6188)			
Pmda_Kothari		0.0113		
		(0.2363)		
Pmda_lag_Kothari		0.4572		
		(0.2853)		
Pmda_BS			0.0758	
			(0.2439)	
Pmda_lag_Bs			0.5886	
			(0.3737)	
Pmda_BS_modified				0.3136
				(0.8025)
Pmda_lag_BS_modified				-0.0396
				(0.5883)
Smoothing	-0.0820**	-0.0467**	-0.0471**	-0.0800***
	(0.0334)	(0.0228)	(0.0226)	(0.0257)
Loss	0.0456	0.0069	-0.0304	0.1217
	(0.2273)	(0.1756)	(0.1843)	(0.2206)
Periode	-0.0659	-0.0104	-0.0273	0.0553
	(0.1868)	(0.1750)	(0.1713)	(0.1806)
Observations	139	146	149	90
R-squared	0.1827	0.1894	0.2211	0.1377

Les tableaux 15c à 15f montrent qu'il n'y a pas de phénomène de complémentarité ou de substitution significatif entre les deux formes de gestion du résultat indépendamment du caractère agressif ou conservateur des *accruals*. Nous observons également que le lissage des résultats est significativement affecté par les pratiques agressives en matière de gestion du résultat. Dans la mesure où nos statistiques descriptives montrent une absence de significativité des variables liées aux coûts de production et aux dépenses discrétionnaires, il nous apparaît nécessaire de décliner ces régressions en distinguant chaque levier de la gestion réelle.

Tableau 16a : Manipulation des ventes et substitution aux accruals

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0627***	0.0601***	0.0567***	0.0573***
	(0.0165)	(0.0158)	(0.0170)	(0.0169)
Abn_Jones_	-0.1312			
	(0.1118)			
Abn_lag_Jones	0.1617			
	(0.1446)			
Abn_Kothari		-0.1803*		
		(0.0962)		
Abn_lag_Kothari		0.1048		
		(0.0872)		
Abn_BS			0.0023	
			(0.0807)	
Abn_lag_BS			0.0907	
			(0.0840)	
Abn_BS_modified				0.0231
				(0.1119)
Abn_lag_BS_modified				0.1395
				(0.1815)
Smoothing	0.0028	0.0024	0.0047	0.0051
	(0.0044)	(0.0041)	(0.0043)	(0.0047)
Loss	-0.0279	-0.0260	-0.0361	-0.0398*
	(0.0231)	(0.0240)	(0.0225)	(0.0227)
Periode	-0.0683***	-0.0711***	-0.0570**	-0.0624***
	(0.0230)	(0.0235)	(0.0243)	(0.0237)
Observations	224	224	224	224
R-squared	0.0961	0.1231	0.0790	0.0727

L'alternance des signes des coefficients entre les *accruals* anormaux et la manipulation des ventes ainsi que l'absence de significativité - hormis la mesure de Kothari *et al.* - ne permettent pas de supporter une hypothèse générale de substitution. Partitionner l'échantillon en fonction du sens de la gestion comptable est alors nécessaire pour vérifier si nos hypothèses de substitution sont valables. Ce résultat apparaît peu surprenant au regard des statistiques de l'échantillon pour lequel l'interprétation de la politique comptable diffère substantiellement selon que l'on considère les *accruals* anormaux avec ou sans le groupe de contrôle.

Tableau 16b : Manipulation des ventes et substitution aux *accruals*
Cas des *performance matched discretionary accruals*

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0572***	0.0599***	0.0613***	0.0575***
	(0.0165)	(0.0160)	(0.0160)	(0.0179)
Pmda_Jones_	-0.1053			
	(0.0744)			
Pmda_lag_Jones	0.1213			
	(0.0911)			
Pmda_Kothari		-0.0599		
		(0.0648)		
Pmda_lag_Kothari		0.1081		
		(0.0662)		
Pmda_BS			-0.0496	
			(0.0646)	
Pmda_lag_Bs			0.1132*	
			(0.0666)	
Pmda_Bs_modified				0.0015
				(0.1286)
Pmda_lag_Bs_modified				0.1153
				(0.1448)
Smoothing	0.0030	0.0041	0.0042	0.0046
	(0.0044)	(0.0043)	(0.0043)	(0.0044)
Loss	-0.0281	-0.0254	-0.0252	-0.0392*
	(0.0241)	(0.0248)	(0.0248)	(0.0232)
Période	-0.0575**	-0.0675***	-0.0672***	-0.0590**
	(0.0244)	(0.0234)	(0.0233)	(0.0229)
Observations	224	224	224	224
R-squared	0.1005	0.0952	0.0964	0.0722

Les résultats sont identiques lorsque nous utilisons les *accruals* anormaux comparés à ceux du groupe de contrôle. Les entreprises-cibles de LBO et MBO ont une politique comptable significativement moins agressive que le groupe de contrôle mais ce constat n'engendre pas un phénomène général de substitution par la manipulation des ventes.

Tableau 16c : Manipulation des ventes et substitution aux *accruals*
Cas des *accruals* anormaux positifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.0090	0.0246	-0.0078	0.0442*
	(0.0438)	(0.0248)	(0.0335)	(0.0244)
Abn_Jones_	0.1682			
	(0.1523)			
Abn_lag_Jones	0.2379			
	(0.1836)			
Abn_Kothari		0.1469		
		(0.1251)		
Abn_lag_Kothari		0.0583		
		(0.0577)		
Abn_BS			0.1619	
			(0.1014)	
Abn_lag_BS			0.1169	
			(0.0840)	
Abn_BS_modified				0.1288
				(0.1265)
Abn_lag_BS_modified				0.1575
				(0.1956)
Smoothing	0.0230**	0.0040	0.0150*	-0.0024
	(0.0111)	(0.0092)	(0.0084)	(0.0059)
Loss	-0.0329	-0.0564**	-0.0414	-0.0670**
	(0.0396)	(0.0261)	(0.0303)	(0.0275)
Période	-0.1197***	-0.1046***	-0.1013***	-0.0146
	(0.0427)	(0.0326)	(0.0327)	(0.0273)
Observations	90	133	137	115
R-squared	0.2196	0.1743	0.2217	0.1336

Tableau 16d : Manipulation des ventes et substitution aux *accruals*
Cas des *performance matched discretionary accruals* positifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.0103	0.0132	-0.0033	0.0345
	(0.0473)	(0.0388)	(0.0461)	(0.0260)
Pmda_Jones_	0.3317			
	(0.2728)			
Pmda_lag_Jones	0.0865			
	(0.1353)			
Pmda_Kothari		0.2875		
		(0.2305)		
Pmda_lag_Kothari		0.1001		
		(0.1021)		
Pmda_BS			0.2695	
			(0.2153)	
Pmda_lag_BS			0.0752	

			(0.1031)	
Pmda_Bs_modified				0.2213
				(0.1675)
Pmda_lag_Bs_modified				0.1551
				(0.1745)
Smoothing	0.0207	0.0064	0.0183	-0.0012
	(0.0132)	(0.0143)	(0.0130)	(0.0060)
Loss	-0.0230	-0.0359	-0.0340	-0.0674**
	(0.0510)	(0.0552)	(0.0531)	(0.0276)
Période	-0.0901*	-0.0968**	-0.0872**	-0.0430
	(0.0488)	(0.0399)	(0.0388)	(0.0276)
Observations	85	78	75	134
R-squared	0.1560	0.1575	0.1600	0.1524

Pour les sociétés identifiées comme ayant une gestion agressive du résultat en matière de manipulation des ventes (tableaux 16c et 16d) aucun schéma clair n'émerge en matière de substitution ou même de lissage.

Tableau 16e : Manipulation des ventes et substitution aux *accruals*
Accruals anormaux négatifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0370**	0.0228	0.0421*	0.0208
	(0.0165)	(0.0242)	(0.0236)	(0.0270)
Abn_Jones_	-0.5364**			
	(0.2103)			
Abn_lag_Jones	0.0443			
	(0.1886)			
Abn_Kothari		-0.5658**		
		(0.2174)		
Abn_lag_Kothari		0.1267		
		(0.1570)		
Abn_BS			-0.5269**	
			(0.2509)	
Abn_lag_BS			0.0736	
			(0.1582)	
Abn_Bs_modified				-0.6388**
				(0.3190)
Abn_lag_Bs_modified				-0.0055
				(0.3192)
Smoothing	-0.0087	-0.0058	-0.0082	0.0165**
	(0.0061)	(0.0050)	(0.0062)	(0.0067)
Loss	-0.0448**	-0.0089	-0.0511*	-0.0371
	(0.0220)	(0.0407)	(0.0274)	(0.0326)
Période	-0.0442*	-0.0426	-0.0378	-0.0979**
	(0.0251)	(0.0338)	(0.0330)	(0.0422)
Observations	134	91	87	109
R-squared	0.1802	0.2482	0.2024	0.1969

Lorsque les dirigeants des sociétés cibles mettent en œuvre une politique d'*accruals* conservatrice, nous observons que les entreprises ont également recours à la manipulation des ventes. Il y a donc une forme de substitution pour ce sous-échantillon. Le coefficient est négatif et significatif pour l'ensemble de nos mesures de la gestion comptable du résultat (tableau 15e).

Tableau 16f : Manipulation des ventes et substitution aux *accruals*
Cas des *performance matched discretionary accruals* négatifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0569***	0.0535***	0.0556***	0.0213
	(0.0204)	(0.0202)	(0.0195)	(0.0353)
Pmda_Jones_	-0.1699*			
	(0.0961)			
Pmda_lag_Jones	0.1671			
	(0.1145)			
Pmda_Kothari		-0.1017		
		(0.0867)		
Pmda_lag_Kothari		0.1038		
		(0.0785)		
Pmda_BS			-0.1219	
			(0.0820)	
Pmda_lag_Bs			0.1379*	
			(0.0776)	
Pmda_Bs_modified				-0.6447*
				(0.3384)
Pmda_lag_Bs_modified				-0.0506
				(0.2566)
smoothing	-0.0036	0.0029	0.0002	0.0130**
	(0.0056)	(0.0045)	(0.0049)	(0.0058)
loss	-0.0327	-0.0394*	-0.0335	-0.0144
	(0.0233)	(0.0219)	(0.0226)	(0.0408)
periode	-0.0437	-0.0448*	-0.0452*	-0.0587
	(0.0277)	(0.0259)	(0.0260)	(0.0410)
Observations	139	146	149	90
R-squared	0.1783	0.1225	0.1500	0.1650

Lorsque nous reproduisons la procédure avec le calcul des *performance matched discretionary accruals* (tableau 16f), le signe des coefficients de la gestion comptable du résultat est également négatif, en revanche nous ne retrouvons pas cette significativité sur l'ensemble de nos mesures, ici seule le modèle de Jones démontre une association significative (-0.1699, $p < 0,1$).

Ainsi, dans la déclinaison de la régression proposée pour étudier la relation entre gestion comptable et manipulation des ventes, des résultats compatibles avec l'hypothèse de

substitution sont observés pour une portion de l'échantillon. Les sociétés de l'échantillon qui gèrent à la baisse leurs résultats au moyen des *accruals* mènent en parallèle une politique agressive de manipulation des ventes avec des coefficients significatifs au seuil de 95% (tableaux 16e et 16f). Les sociétés concernées représentent alors en moyenne 47% de l'échantillon.

Tableau 17a : Manipulation des coûts de production et substitution aux *accruals*

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.1574**	-0.1907***	-0.1912***	-0.1846**
	(0.0752)	(0.0695)	(0.0703)	(0.0785)
Abn_Jones_	0.1439			
	(0.2425)			
Abn_lag_Jones	0.2494			
	(0.3886)			
Abn_Kothari		0.0985		
		(0.2355)		
Abn_lag_Kothari		0.4561		
		(0.2821)		
Abn_BS			0.0092	
			(0.1547)	
Abn_lag_Bs			0.4438	
			(0.2798)	
Abn_BS_modified				0.3374
				(0.3009)
Abn_lag_Bs_modified				-0.0814
				(0.4800)
Smoothing	-0.0286*	-0.0273*	-0.0291*	-0.0291*
	(0.0164)	(0.0156)	(0.0150)	(0.0153)
Loss	-0.0511	-0.0505	-0.0424	-0.0546
	(0.1132)	(0.1045)	(0.1065)	(0.1040)
Periode	0.0425	0.0733	0.0659	0.0511
	(0.1101)	(0.1134)	(0.1140)	(0.1189)
Observations	224	224	224	224
R-squared	0.1378	0.1586	0.1565	0.1415

En l'absence de gestion comptable du résultat significative, le lissage des résultats est significativement ($p < 0.1$ pour les quatre régressions) et négativement relié à la manipulation des coûts de production (tableau 17a). La régression montre que le *proxy* de manipulation réelle sur les coûts de production n'est pas significativement prédit par les *accruals* anormaux lorsque le lissage des résultats est inclus comme contrôle, alors même que ce dernier est systématiquement significatif. Aussi, plus les firmes priorisent un objectif de lissage sur plusieurs années moins elles sont enclines à manipuler leurs coûts de production pour un gain éventuel à court terme.

Tableau 17b : Manipulation des coûts de production et substitution aux *accruals*
Cas des *performance matched discretionary accruals*

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.1515*	-0.1309	-0.1340*	-0.1809**
	(0.0784)	(0.0820)	(0.0808)	(0.0784)
Pmda_Jones_	0.0868			
	(0.1764)			
Pmda_lag_Jones	0.1207			
	(0.2584)			
Pmda_Kothari		0.1083		
		(0.1669)		
Pmda_lag_Kothari		0.3888**		
		(0.1831)		
Pmda_BS			0.1053	
			(0.1707)	
Pmda_lag_BS			0.3955**	
			(0.1912)	
Pmda_BS_modified				0.2720
				(0.3212)
Pmda_lag_BS_modified				0.0564
				(0.3411)
Smoothing	-0.0293*	-0.0303**	-0.0297*	-0.0282*
	(0.0164)	(0.0152)	(0.0152)	(0.0149)
Loss	-0.0529	-0.0245	-0.0218	-0.0600
	(0.1092)	(0.1099)	(0.1089)	(0.1028)
Periode	0.0300	0.0308	0.0288	0.0444
	(0.1165)	(0.1122)	(0.1105)	(0.1139)
Observations	224	224	224	224
R-squared	0.1348	0.1648	0.1658	0.1361

Ce coût du lissage du résultat en absence de gestion comptable est robuste lorsque nous utilisons les *performance matched discretionary accruals* comme référence (tableau 17b).

Tableau 17c : Manipulation des coûts de production et substitution aux *accruals*
***Accruals* anormaux positifs**

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.1036	-0.0962	-0.1143	-0.2409**
	(0.2119)	(0.1249)	(0.1236)	(0.1098)
Abn_Jones_	-0.1059			
	(0.3747)			
Abn_lag_Jones	-0.1353			
	(0.4095)			
Abn_Kothari		0.0291		
		(0.3120)		
Abn_lag_Kothari		0.5251		
		(0.3750)		
Abn_BS			0.0175	
			(0.1602)	
Abn_lag_BS			0.4960	

			(0.3194)	
Abn_Bs_modified				0.5870
				(0.4525)
Abn_lag_Bs_modified				-0.1558
				(0.8221)
Smoothing	-0.0183	-0.0248	-0.0307	-0.0034
	(0.0316)	(0.0330)	(0.0294)	(0.0259)
Loss	-0.1529	-0.1233	-0.1207	-0.0814
	(0.1628)	(0.1211)	(0.1245)	(0.1334)
Periode	0.1325	0.1121	0.1325	0.1061
	(0.1880)	(0.1715)	(0.1636)	(0.1684)
Observations	90	133	137	115
R-squared	0.1018	0.1548	0.1578	0.1727

Tableau 17d : Manipulation des coûts de production et substitution aux *accruals*
Cas des *performance matched discretionary accruals* positifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.1287	0.0534	-0.0086	-0.3217***
	(0.1407)	(0.2052)	(0.1683)	(0.1042)
Pmda_Jones_	0.6023			
	(0.4833)			
Pmda_lag_Jones	-0.2465			
	(0.3236)			
Pmda_Kothari		0.1308		
		(0.7674)		
Pmda_lag_Kothari		0.3629		
		(0.3419)		
Pmda_BS			0.3391	
			(0.5896)	
Pmda_lag_BS			0.2883	
			(0.2262)	
Pmda_BS_modified				0.9679*
				(0.5819)
Pmda_lag_BS_modified				0.1036
				(0.5307)
Smoothing	-0.0095	-0.0326	-0.0419	-0.0060
	(0.0412)	(0.0383)	(0.0319)	(0.0232)
Loss	-0.0881	-0.0920	-0.0224	-0.1311
	(0.1734)	(0.2041)	(0.1892)	(0.1184)
Periode	0.1111	-0.0342	0.0084	0.0592
	(0.1707)	(0.1981)	(0.1794)	(0.1477)
Observations	85	78	75	134
R-squared	0.1051	0.1246	0.1084	0.2088

Tableau 17e : Manipulation des coûts de production et substitution aux *accruals*
Cas des *accruals* anormaux négatifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.2681***	-0.3318***	-0.2956**	-0.2281*
	(0.0767)	(0.1137)	(0.1122)	(0.1338)
Abn_Jones_	-0.2622			
	(0.4962)			
Abn_lag_Jones	0.6930			
	(0.7425)			
Abn_Kothari		-0.5368		
		(0.6412)		
Abn_lag_Kothari		0.2484		
		(0.4154)		
Abn_BS			-0.3872	
			(0.6421)	
Abn_lag_BS			0.3214	
			(0.5095)	
Abn_BS_modified				-0.5312
				(0.6933)
Abn_lag_BS_modified				-0.1826
				(0.5055)
smoothing	-0.0463*	-0.0336	-0.0366	-0.0464**
	(0.0249)	(0.0263)	(0.0286)	(0.0196)
loss	0.0689	0.0932	0.0987	-0.0296
	(0.1788)	(0.1915)	(0.1984)	(0.1413)
periode	-0.0142	0.0535	-0.0043	0.0192
	(0.1416)	(0.1737)	(0.1727)	(0.1552)
Observations	134	91	87	109
R-squared	0.2148	0.1926	0.2206	0.1801

Tableau 17f : Manipulation des coûts de production et substitution aux *accruals*
Cas des *performance matched discretionary accruals* négatifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-0.1789*	-0.2277***	-0.1931**	-0.0957
	(0.0929)	(0.0847)	(0.0949)	(0.1653)
Pmda_Jones_	-0.0639			
	(0.2066)			
Pmda_lag_Jones	0.4473			
	(0.4509)			
Pmda_Kothari		-0.0506		
		(0.1900)		
Pmda_lag_Kothari		0.3814*		
		(0.2195)		
Pmda_BS			0.0034	
			(0.1992)	
Pmda_lag_BS			0.4706	

			(0.3001)	
Pmda_Bs_modified				-0.1504
				(0.7090)
Pmda_lag_Bs_modified				-0.0263
				(0.5166)
smoothing	-0.0448*	-0.0277	-0.0246	-0.0554**
	(0.0263)	(0.0187)	(0.0188)	(0.0216)
loss	-0.0066	0.0031	-0.0408	0.0638
	(0.1735)	(0.1375)	(0.1402)	(0.1769)
periode	-0.0137	0.0658	0.0476	0.0769
	(0.1501)	(0.1419)	(0.1404)	(0.1903)
Observations	139	146	149	90
R-squared	0.1909	0.1950	0.2179	0.1380

La partition de l'échantillon en fonction de la politique comptable apparaît moins déterminante que dans le cas de la manipulation des ventes. Toutefois le résultat précédent évoquant l'objectif de lissage demeure significatif dans la moitié des régressions qui impliquent les entreprises ayant une politique comptable plus conservatrice.

Tableau 18a : Dépenses discrétionnaires et substitution aux *accruals*

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0005	-0.0061	-0.0038	-0.0024
	(0.0296)	(0.0277)	(0.0288)	(0.0297)
Abn_Jones_	0.1316			
	(0.2073)			
Abn_lag_Jones	-0.1216			
	(0.2530)			
Abn_Kothari		0.2034		
		(0.1806)		
Abn_lag_Kothari		0.0466		
		(0.1572)		
Abn_BS			0.0093	
			(0.1521)	
Abn_lag_BS			0.0633	
			(0.1522)	
Abn_Bs_modified				0.1354
				(0.1890)
Abn_lag_Bs_modified				-0.2552
				(0.2787)
Smoothing	-0.0216***	-0.0205***	-0.0231***	-0.0238***
	(0.0078)	(0.0072)	(0.0074)	(0.0070)
Loss	0.0510	0.0503	0.0620	0.0630
	(0.0485)	(0.0481)	(0.0463)	(0.0437)
Periode	-0.0075	0.0061	-0.0084	-0.0071
	(0.0435)	(0.0433)	(0.0420)	(0.0430)
Observations	224	224	224	224
R-squared	0.0766	0.0890	0.0716	0.0813

Les résultats observés dans le cadre de la manipulation des coûts de production se retrouvent en matière de dépenses discrétionnaires, avec des degrés de significativité plus élevés ($p < 0.01$) pour des valeurs de coefficient comparables. Le constat est vérifié y compris en mobilisant le groupe de contrôle dans le calcul des *accruals* anormaux (Tableau 18f). Les décisions en matière de politique de coûts s'avèrent indépendantes de la politique de gestion des *accruals* contrairement aux résultats observés en matière de manipulation des ventes.

Tableau 18b : Dépenses discrétionnaires et substitution aux *accruals*
Performance matched discretionary accruals

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0073	0.0073	0.0083	0.0100
	(0.0318)	(0.0335)	(0.0331)	(0.0317)
Pmda_Jones_	0.1353			
	(0.1320)			
Pmda_lag_Jones	-0.1410			
	(0.1657)			
Pmda_Kothari		0.0681		
		(0.1212)		
Pmda_lag_Kothari		-0.0370		
		(0.1120)		
Pmda_BS			0.0819	
			(0.1208)	
Pmda_lag_Bs			-0.0415	
			(0.1131)	
Pmda_BS_modified				0.0881
				(0.1985)
Pmda_lag_BS_modified				-0.3600
				(0.2192)
Smoothing	-0.0212***	-0.0229***	-0.0228***	-0.0227***
	(0.0072)	(0.0072)	(0.0072)	(0.0068)
Loss	0.0472	0.0533	0.0525	0.0600
	(0.0471)	(0.0469)	(0.0472)	(0.0446)
Periode	-0.0198	-0.0099	-0.0099	-0.0226
	(0.0472)	(0.0441)	(0.0439)	(0.0415)
Observations	224	224	224	224
R-squared	0.0856	0.0726	0.0741	0.0962

Tableau 18c : Dépenses discrétionnaires et substitution aux accruals
Cas des *accruals* anormaux positifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.1014	-0.0092	0.0434	-0.0263
	(0.0803)	(0.0470)	(0.0609)	(0.0425)
Abn_Jones_	-0.0673			
	(0.3302)			
Abn_lag_Jones	-0.1621			
	(0.3112)			
Abn_Kothari		0.0426		
		(0.2521)		
Abn_lag_Kothari		0.1587		
		(0.1291)		
Abn_BS			-0.0900	
			(0.2046)	
Abn_lag_Bs			0.0525	
			(0.1667)	
Abn_Bs_modified				0.0604
				(0.2468)
Abn_lag_Bs_modified				-0.2844
				(0.3377)
Smoothing	-0.0148	-0.0013	-0.0089	-0.0221***
	(0.0213)	(0.0136)	(0.0154)	(0.0083)
Loss	0.0055	0.0495	0.0257	0.1066*
	(0.0780)	(0.0523)	(0.0635)	(0.0602)
Periode	-0.0329	-0.0412	-0.0458	-0.0218
	(0.0680)	(0.0401)	(0.0447)	(0.0619)
Observations	90	133	137	115
R-squared	0.0777	0.0768	0.0654	0.1002

Tableau 18d : Dépenses discrétionnaires et substitution aux *accruals*
Cas des *performance matched discretionary accruals* positifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0337	0.0986	0.1014	-0.0166
	(0.0768)	(0.0858)	(0.0937)	(0.0389)
Pmda_Jones_	-0.1478			
	(0.4617)			
Pmda_lag_Jones	-0.0706			
	(0.2238)			
Pmda_Kothari		-0.1454		
		(0.4348)		
Pmda_lag_Kothari		-0.0151		
		(0.1770)		
Pmda_BS			-0.1029	
			(0.4021)	
Pmda_lag_Bs			-0.0468	

			(0.1830)	
Pmda_Bs_modified				-0.0715
				(0.2796)
Pmda_lag_Bs_modified				-0.5659**
				(0.2564)
Smoothing	0.0089	-0.0165	-0.0131	-0.0164**
	(0.0232)	(0.0177)	(0.0209)	(0.0077)
Loss	0.0171	0.0985	0.0943	0.0759
	(0.0902)	(0.0978)	(0.0980)	(0.0509)
Periode	0.0120	0.0313	0.0282	-0.0659
	(0.0852)	(0.0654)	(0.0689)	(0.0456)
Observations	85	78	75	134
R-squared	0.0693	0.0823	0.0844	0.1343

Tableau 18e : Dépenses discrétionnaires et substitution aux accruals

Cas des *accruals* anormaux négatifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0322	0.0374	0.0097	0.0847*
	(0.0319)	(0.0497)	(0.0418)	(0.0500)
Abn_Jones_	0.7606**			
	(0.3635)			
Abn_lag_Jones	0.1162			
	(0.3674)			
Abn_Kothari		0.5976		
		(0.3653)		
Abn_lag_Kothari		0.0339		
		(0.2869)		
Abn_BS			0.5407	
			(0.3903)	
Abn_lag_BS			0.1662	
			(0.2856)	
Abn_BS_modified				1.0994**
				(0.5379)
Abn_lag_BS_modified				-0.0250
				(0.4796)
smoothing	-0.0252**	-0.0303**	-0.0302**	-0.0221*
	(0.0112)	(0.0119)	(0.0114)	(0.0123)
loss	0.1299*	0.0890	0.1461**	0.0380
	(0.0685)	(0.0891)	(0.0657)	(0.0633)
periode	0.0146	0.0182	0.0066	-0.0186
	(0.0623)	(0.0727)	(0.0682)	(0.0638)
Observations	134	91	87	109
R-squared	0.1670	0.2299	0.2519	0.1737

Tableau 18f : Dépenses discrétionnaires et substitution aux *accruals*

Cas des *performance matched discretionary accruals* négatifs

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	0.0364	0.0075	0.0124	0.1667**
	(0.0427)	(0.0348)	(0.0344)	(0.0649)
Pmda_Jones_	0.3008*			
	(0.1716)			
Pmda_lag_Jones	-0.1699			
	(0.2556)			
Pmda_Kothari		0.1636		
		(0.1540)		
Pmda_lag_Kothari		-0.0280		
		(0.1418)		
Pmda_BS			0.1943	
			(0.1484)	
Pmda_lag_Bs			-0.0199	
			(0.1454)	
Pmda_BS_modified				1.1087**
				(0.5203)
Pmda_lag_BS_modified				0.0374
				(0.3841)
smoothing	-0.0336***	-0.0219***	-0.0227***	-0.0376***
	(0.0104)	(0.0083)	(0.0082)	(0.0132)
loss	0.0849	0.0433	0.0439	0.0722
	(0.0636)	(0.0535)	(0.0558)	(0.0857)
periode	-0.0084	-0.0314	-0.0297	0.0372
	(0.0633)	(0.0586)	(0.0579)	(0.0635)
Observations	139	146	149	90
R-squared	0.1680	0.1204	0.1261	0.2255

De façon symétrique avec les coûts de production anormaux, la relation entre dépenses discrétionnaires et lissage observée dans les sociétés-cibles de LBO et MBO est nettement indépendante du sens de la gestion comptable du résultat.

Les régressions pratiquées mettent ainsi en relief qu'en moyenne les changements observés dans les coûts de production anormaux et les dépenses discrétionnaires anormales se font significativement au détriment du lissage des résultats (tableaux 17a, 17b 18a et 18b) tandis que la gestion comptable du résultat est en moyenne absente et non-significative. Les préoccupations en matière de coûts apparaissent alors différentes des objectifs de manipulation des ventes. Cela peut s'expliquer par la volonté des sociétés-cibles d'atteindre des seuils de vente dans un contexte de ralentissement économique.

2) Etude sur la relation entre prime de contrôle et gestion comptable et réelle

Les analyses précédentes ne font pas ressortir de comportement différencié significatif entre MBO et LBO en matière de gestion comptable du résultat ou de gestion réelle. Toutefois, si l'échantillon de 224 sociétés-cibles se scinde en quasiment deux populations de taille égales (en moyenne) sur le sens de la gestion du résultat, nous avons observé que les sociétés-cibles qui pratiquent une gestion comptable conservatrice du résultat pratiquent également une politique commerciale agressive.

Nous cherchons désormais à déterminer si cette hétérogénéité dans les politiques comptables explique significativement les différences dans les primes de contrôle. Les tableaux 19 à 21 retranscrivent les régressions non-signées et signées de la prime de contrôle à un mois sur les différentes mesures de la gestion du résultat avec notre vecteur des variables de contrôle et les différentes mesures de la gestion comptable du résultat.

D'autres associations quant à elles sont attendues. Nous observons que lorsque la société-cible est à l'origine de la transaction la prime de contrôle est plus faible avec une corrélation négative à -0.1297. Le coefficient est significatif au seuil de 99% (tableaux 19a et 19b). La taille des sociétés – principale différence entre les sociétés-cibles de MBO et LBO – tend logiquement à diminuer la prime de contrôle avec une corrélation à -0.2656. La prime de contrôle attendue est donc logiquement plus faible dans les montages de MBO. Enfin, la situation de l'endettement de la société-cible de LBO est associée significativement à 99% et négativement à la prime de contrôle. La relation positive entre endettement et prime de contrôle suggère que la valeur attachée au contrôle de la société est d'autant plus importante que la firme est endettée et contrainte par sa structure de capital. Dans un tel contexte, le contrôle permet à l'acquéreur de sécuriser le refinancement, de réduire les conflits d'agence avec les créanciers ou d'exercer une discipline accrue sur la gestion compatible avec la théorie des *free cash-flows* (Jensen, 1986 ; Grossman et Hart, 1988) Ces mécanismes accroissent la capacité du nouvel actionnaire majoritaire à extraire de la valeur du contrôle, ce qui se traduit par une prime plus élevée.

Concernant la gestion du résultat, en dehors de la manipulation des ventes, le signe des différentes mesures de gestion du résultat (tableaux 19a et 19b) correspond à celui attendu pour les variables de gestion comptable (positif). Toutefois les coefficients ne s'avèrent pas significatifs. Avec les effets de signes et de compensation avec la manipulation des ventes, la gestion réelle prise dans son ensemble ne montre alors pas d'effet significatif sur la prime de contrôle (tableaux 19c et 19d) y compris lorsque nous dissociions le sens de la gestion des

résultats (tableaux 20c-20d ; 21c-21d) . Les R^2 des différentes régressions proposés se situent dans la fourchette 28%-31% et appuient ces résultats.

Les régressions ont également été effectuées en incorporant les effets fixes et marginaux des montages de MBO. Ces derniers ne sont pas significatifs ; résultat conforme aux statistiques descriptives. Nos différents résultats jusqu'à présent remettent en cause la pertinence de la distinction entre LBO et MBO dans l'étude de la politique comptable des transactions à effet de levier.

Tableau 19a : Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.1061***	1.1585***	1.0981***	1.2215***
	(0.4130)	(0.4163)	(0.4103)	(0.4123)
Abn_cfo	-0.7181**	-0.7006**	-0.7644**	-0.6806**
	(0.2931)	(0.3004)	(0.2997)	(0.3359)
Abn_cog	-0.0283	-0.0249	-0.0277	-0.0199
	(0.0902)	(0.0898)	(0.0893)	(0.0902)
Abn_dx	-0.0736	-0.0835	-0.0717	-0.0948
	(0.1225)	(0.1252)	(0.1219)	(0.1354)
Abn_Jones	0.2796			
	(0.2550)			
Abn_Kothari		0.1212		
		(0.2822)		
Abn_Bs			0.1874	
			(0.1692)	
Abn_Bs_modified				0.0092
				(0.2499)
Duree_deal	-0.0002	-0.0001	-0.0002	-0.0001
	(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)
Dich_sollicited	-0.1481**	-0.1512**	-0.1481**	-0.1585**
	(0.0669)	(0.0706)	(0.0665)	(0.0680)
LBO	-0.0114	-0.0151	-0.0076	-0.0239
	(0.1491)	(0.1478)	(0.1485)	(0.1476)
OCF	-0.0001	-0.0001	-0.0001	-0.0001
	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)
Size	-0.0613**	-0.0660**	-0.0622**	-0.0695**
	(0.0285)	(0.0284)	(0.0282)	(0.0291)
Abs_liquidity	0.0444	0.0455	0.0487	0.0444
	(0.0421)	(0.0424)	(0.0429)	(0.0420)
Loss	-0.0189	-0.0115	-0.0237	-0.0058
	(0.0894)	(0.0889)	(0.0905)	(0.0930)
Lev_asset	0.5918***	0.5871***	0.5890***	0.5879***
	(0.1902)	(0.1900)	(0.1899)	(0.1932)
Roe_t	0.0000	0.0001	0.0001	0.0002
	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)
R-squared	0.2685	0.2649	0.2680	0.2639

Tableau 19b : Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat

Performance-matched discretionary accruals

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.2156***	1.1953***	1.1939***	1.2274***
	(0.4106)	(0.4189)	(0.4205)	(0.4195)
Abn_cfo	-0.6885**	-0.7043**	-0.7062**	-0.6405*
	(0.3056)	(0.3094)	(0.3106)	(0.3335)
Abn_cog	-0.0212	-0.0241	-0.0240	-0.0201
	(0.0908)	(0.0903)	(0.0907)	(0.0897)
Abn_dx	-0.0922	-0.0866	-0.0882	-0.1024
	(0.1245)	(0.1273)	(0.1267)	(0.1318)
Pmda_Jones	0.0257			
	(0.2250)			
Pmda_Kothari		0.0687		
		(0.1956)		
Pmda_Bs			0.0611	
			(0.2029)	
Pmda_Bs_modified				0.1431
				(0.3050)
Duree_deal	-0.0001	-0.0001	-0.0001	-0.0001
	(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)
Dich_sollicited	-0.1580**	-0.1572**	-0.1582**	-0.1621**
	(0.0662)	(0.0662)	(0.0657)	(0.0675)
LBO	-0.0235	-0.0193	-0.0205	-0.0234
	(0.1468)	(0.1489)	(0.1483)	(0.1473)
OCF	-0.0001	-0.0001	-0.0001	-0.0001
	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)
Size	-0.0690**	-0.0669**	-0.0668**	-0.0698**
	(0.0286)	(0.0292)	(0.0294)	(0.0295)
Abs_liquidity	0.0436	0.0442	0.0443	0.0440
	(0.0418)	(0.0421)	(0.0422)	(0.0425)
Loss	-0.0076	-0.0119	-0.0105	-0.0059
	(0.0867)	(0.0878)	(0.0883)	(0.0932)
Lev_asset	0.5881***	0.5823***	0.5826***	0.5954***
	(0.1880)	(0.1929)	(0.1937)	(0.1973)
Roe_t	0.0002	0.0002	0.0003	0.0002
	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)
R-squared	0.2640	0.2645	0.2644	0.2648

L'association négative entre manipulation des ventes et prime de contrôle mise en exergue dans la table de corrélation (tableau 14) se retrouve dans le signe et la significativité des régressions. Les firmes, qui mènent une politique comptable agressive sur les ventes (identifiées précédemment) sont sanctionnées sur la prime de contrôle d'en moyenne 70,04pb de la prime de contrôle pour 1% de manipulation des ventes en proportion de l'actif (tableaux 19a, 19b). Ce résultat se vérifie quel que soit le sens de la manipulation en matière de gestion comptable du résultat. La sanction est sensiblement plus élevée pour les entreprises qui mènent une politique conservatrice de leurs *accruals* en parallèle, 98,38pb (tableaux 20a, 20b). La sanction

de la politique commerciale agressive est d'autant plus forte pour les entreprises qui l'accompagnent d'une politique comptable agressive (Tableaux 21a et 21d) avec un effet moyen à 125,87pb sur la prime de contrôle. Cette population représente 46,94% en moyenne de notre échantillon.

En revanche, il n'est pas possible de généraliser cette relation à l'ensemble de la gestion réelle du résultat sur notre échantillon. En cause, les objectifs de gestion des coûts et les objectifs de manipulation des ventes qui s'avèrent distincts (tableaux 19c, 19d, 20c et 20d, 21b et 21d) comme nous avons pu l'observer dans l'étude de la substitution entre les différentes formes de gestion du résultat.

La gestion des *accruals* quant à elle n'exerce pas d'effet direct sur la prime de contrôle quel qu'en soit le sens et y compris lorsque nous utilisons les *accruals* calculés par différence avec le groupe de contrôle. La gestion comptable et réelle du résultat s'avère donc anticipée par l'acquéreur. Ce constat est cohérent avec les travaux en ce qui concerne la gestion comptable (Graham *et al.* 2005) et avec les travaux sur la prime de contrôle dans un contexte amical en ce qui concerne la gestion réelle (Missonier-Piera et Spadetti, 2023).

Tableau 19c : Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat
Avec un proxy résumé de la gestion réelle

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.1299***	1.1784***	1.1567***	1.1792***
	(0.3998)	(0.4027)	(0.4002)	(0.4024)
Sum_Rem	0.0030	0.0031	0.0014	0.0073
	(0.0533)	(0.0533)	(0.0543)	(0.0543)
Abn_Jones	0.2188			
	(0.2496)			
Abn_Kothari		0.0671		
		(0.2718)		
Abn_Bs			0.0921	
			(0.1662)	
Abn_Bs_modified				0.1375
				(0.2025)
Duree_deal	-0.0001	-0.0001	-0.0001	-0.0000
	(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)
Dich_sollicited	-0.1546**	-0.1589**	-0.1578**	-0.1689**
	(0.0700)	(0.0734)	(0.0696)	(0.0702)
LBO	-0.0361	-0.0405	-0.0383	-0.0370
	(0.1417)	(0.1412)	(0.1411)	(0.1414)
OCF	-0.0002	-0.0002	-0.0002	-0.0002
	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)
Size	-0.0630**	-0.0669**	-0.0656**	-0.0666**
	(0.0282)	(0.0282)	(0.0283)	(0.0288)
Abs_liquidity	0.0440	0.0446	0.0461	0.0449

	(0.0431)	(0.0434)	(0.0436)	(0.0429)
Loss	0.0137	0.0194	0.0153	0.0213
	(0.0958)	(0.0962)	(0.0977)	(0.0985)
Lev_asset	0.5890***	0.5867***	0.5869***	0.5948***
	(0.1993)	(0.1989)	(0.1983)	(0.2000)
Roe_t	0.0001	0.0002	0.0002	0.0002
	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)
R-squared	0.2510	0.2484	0.2491	0.2492

Tableau 19d : Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat
Performance-matched discretionary accruals et un résumé de la gestion réelle

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.2117***	1.2052***	1.2110***	1.2081***
	(0.4036)	(0.4094)	(0.4094)	(0.4052)
Sum_Rem	0.0026	0.0028	0.0027	0.0099
	(0.0537)	(0.0534)	(0.0534)	(0.0528)
Pmda_Jones	-0.0089			
	(0.2195)			
Pmda_Kothari		0.0143		
		(0.1862)		
Pmda_Bs			-0.0035	
			(0.1900)	
Pmda_Bs_modified				0.2647
				(0.2568)
Duree_deal	-0.0000	-0.0000	-0.0000	-0.0000
	(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)	(0.0005)
Dich_sollicited	-0.1630**	-0.1627**	-0.1629**	-0.1702**
	(0.0687)	(0.0690)	(0.0684)	(0.0697)
LBO	-0.0455	-0.0443	-0.0454	-0.0410
	(0.1402)	(0.1416)	(0.1411)	(0.1411)
OCF	-0.0002	-0.0002	-0.0002	-0.0002
	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)
Size	-0.0687**	-0.0681**	-0.0687**	-0.0683**
	(0.0286)	(0.0290)	(0.0290)	(0.0289)
Abs_liquidity	0.0442	0.0439	0.0439	0.0434
	(0.0428)	(0.0430)	(0.0429)	(0.0436)
Loss	0.0221	0.0208	0.0219	0.0179
	(0.0943)	(0.0957)	(0.0961)	(0.0984)
Lev_asset	0.5876***	0.5864***	0.5880***	0.6041***
	(0.1980)	(0.2002)	(0.2007)	(0.2038)
Roe_t	0.0003	0.0003	0.0003	0.0002
	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)
R-squared	0.2481	0.2481	0.2480	0.2515

Tableau 20a : Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat (*accruals* anormaux négatifs)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.3229*	0.2098	0.9336	0.5176
	(0.6832)	(0.6849)	(0.6866)	(0.6694)
Abn_cfo	-0.8903*	-0.8496*	-1.2265**	-1.3783***
	(0.4770)	(0.4687)	(0.5164)	(0.4616)
Abn_cog	0.1082	-0.0333	-0.0304	-0.0478
	(0.1543)	(0.1234)	(0.1134)	(0.0766)
Abn_dx	-0.0115	-0.0634	-0.0022	-0.0004
	(0.1325)	(0.2314)	(0.2146)	(0.2007)
Abn_Jones	-0.5830			
	(0.9953)			
Abn_Kothari		-1.2580		
		(1.6299)		
Abn_Bs			-1.1514	
			(1.5335)	
Abn_Bs_modified				-0.6897
				(0.7015)
Duree_deal	0.0010*	0.0006	0.0009**	-0.0004
	(0.0005)	(0.0005)	(0.0004)	(0.0008)
Dich_sollicited	-0.1731*	-0.2064*	-0.2533**	-0.0485
	(0.0961)	(0.1153)	(0.1254)	(0.1191)
LBO	-0.0843	0.2244	0.2784**	0.0636
	(0.2482)	(0.1472)	(0.1271)	(0.2060)
OCF	-0.0003	-0.0004	-0.0003	-0.0002
	(0.0003)	(0.0004)	(0.0003)	(0.0004)
Size	-0.0856*	-0.0077	-0.0576	-0.0261
	(0.0464)	(0.0506)	(0.0491)	(0.0593)
Abs_liquidity	0.1043*	0.0071	0.0345	0.0709
	(0.0613)	(0.0690)	(0.0651)	(0.0698)
Loss	-0.3189*	-0.2147	-0.2755	0.1135
	(0.1688)	(0.1598)	(0.1717)	(0.1180)
Lev_asset	0.8512*	0.5362*	0.5783*	0.4409***
	(0.4505)	(0.2933)	(0.2954)	(0.1107)
Roe_t	-0.0003	0.0005	0.0002	-0.0005
	(0.0006)	(0.0011)	(0.0009)	(0.0005)
Observations	134	91	87	106
R-squared	0.3404	0.4355	0.4749	0.3701

Tableau 20b : Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat (*accruals* anormaux négatifs)

Performance-matched discretionary accruals

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.1609*	1.3426**	1.3243**	0.6053
	(0.5987)	(0.5915)	(0.5929)	(0.8572)
Abn_cfo	-0.8045**	-0.7616**	-0.7234**	-1.2363*
	(0.3598)	(0.3654)	(0.3381)	(0.6301)
Abn_cog	0.0250	0.0148	0.0059	-0.0407
	(0.1216)	(0.1415)	(0.1164)	(0.1036)
Abn_dx	0.0308	-0.0819	-0.0892	-0.2070
	(0.1494)	(0.1521)	(0.1434)	(0.3148)
Pmda_Jones	0.1443			
	(0.3072)			
Pmda_Kothari		0.1334		
		(0.2904)		
Pmda_Bs			0.1858	
			(0.3130)	
Pmda_Bs_modified				-0.1442
				(0.7472)
Duree_deal	0.0003	0.0003	0.0005	-0.0008
	(0.0006)	(0.0005)	(0.0005)	(0.0011)
Dich_sollicited	-0.2134**	-0.2307***	-0.2304***	-0.1424
	(0.0879)	(0.0846)	(0.0830)	(0.1316)
LBO	0.0560	0.0276	0.0581	-0.0053
	(0.2393)	(0.2548)	(0.2548)	(0.2495)
OCF	-0.0001	-0.0001	-0.0001	-0.0004
	(0.0002)	(0.0002)	(0.0002)	(0.0009)
Size	-0.0798*	-0.0856**	-0.0878**	-0.0232
	(0.0408)	(0.0395)	(0.0397)	(0.0812)
Abs_liquidity	0.0286	0.0645	0.0402	0.0654
	(0.0560)	(0.0557)	(0.0496)	(0.0874)
Loss	-0.2553*	-0.2075	-0.1700	0.0235
	(0.1499)	(0.1373)	(0.1281)	(0.1730)
Lev_asset	0.8594*	0.6791	0.7442*	0.4719***
	(0.4748)	(0.4166)	(0.4338)	(0.1593)
Roe_t	-0.0004	0.0001	0.0002	-0.0005
	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0005)
Observations	139	145	148	88
R-squared	0.3721	0.3339	0.3444	0.3510

Tableau 20c : Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat (accruals anormaux négatifs)

Avec un résumé de la gestion réelle

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.1777*	0.2261	1.0288	0.5358
	(0.6875)	(0.7435)	(0.7113)	(0.6802)
Sum_Rem	-0.1111	-0.0438	-0.0627	-0.0065
	(0.1042)	(0.0543)	(0.0642)	(0.0506)
Abn_Jones	-0.8311			
	(1.0970)			
Abn_Kothari		-1.6383		
		(1.5851)		
Abn_Bs			-1.6736	
			(1.6069)	
Abn_Bs_modified				-0.4970
				(0.7509)
Duree_deal	0.0010*	0.0008	0.0011**	-0.0004
	(0.0006)	(0.0005)	(0.0005)	(0.0008)
Dich_sollicited	-0.1702*	-0.2057*	-0.2375*	-0.0632
	(0.0937)	(0.1168)	(0.1262)	(0.1263)
LBO	-0.1628	0.1373	0.1370	0.0266
	(0.2287)	(0.1304)	(0.1098)	(0.1575)
OCF	-0.0005	-0.0006	-0.0004	-0.0004
	(0.0004)	(0.0005)	(0.0004)	(0.0005)
Size	-0.0733	-0.0069	-0.0593	-0.0249
	(0.0479)	(0.0566)	(0.0527)	(0.0635)
Abs_liquidity	0.0986	-0.0013	0.0133	0.0750
	(0.0632)	(0.0676)	(0.0643)	(0.0658)
Loss	-0.3137*	-0.2326	-0.2449	0.1456
	(0.1772)	(0.1601)	(0.1716)	(0.1199)
Lev_asset	0.8947*	0.6198**	0.6878**	0.4246***
	(0.4523)	(0.2969)	(0.2952)	(0.1215)
Roe_t	-0.0001	0.0007	0.0006	-0.0004
	(0.0007)	(0.0011)	(0.0010)	(0.0005)
Observations	134	91	87	106
R-squared	0.3276	0.4147	0.4337	0.3064

Tableau 20d : Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat (*accruals* anormaux négatifs)
***performance-matched discretionary accruals* avec un résumé de la gestion réelle**

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.1512*	1.2546**	1.2703**	0.4837
	(0.5978)	(0.5827)	(0.5697)	(0.9189)
Sum_Rem	-0.0523	-0.0298	-0.0169	0.0169
	(0.0865)	(0.0924)	(0.0780)	(0.0616)
Pmda_Jones	0.1239			
	(0.3127)			
Pmda_Kothari		0.0978		
		(0.2952)		
Pmda_Bs			0.1413	
			(0.3174)	
Pmda_Bs_modified				-0.1634
				(0.7651)
Duree_deal	0.0004	0.0004	0.0006	-0.0008
	(0.0007)	(0.0006)	(0.0005)	(0.0009)
Dich_sollicited	-0.2094**	-0.2331***	-0.2312***	-0.1396
	(0.0894)	(0.0862)	(0.0846)	(0.1449)
LBO	0.0044	-0.0025	0.0170	-0.0459
	(0.2317)	(0.2483)	(0.2457)	(0.2228)
OCF	-0.0002	-0.0003	-0.0002	-0.0008
	(0.0003)	(0.0002)	(0.0003)	(0.0009)
Size	-0.0789*	-0.0785*	-0.0825**	-0.0090
	(0.0413)	(0.0399)	(0.0392)	(0.0871)
Abs_liquidity	0.0174	0.0560	0.0376	0.0775
	(0.0554)	(0.0556)	(0.0491)	(0.0761)
Loss	-0.2240	-0.1848	-0.1420	0.0163
	(0.1609)	(0.1463)	(0.1357)	(0.1744)
Lev_asset	0.8811*	0.6997	0.7724*	0.4616***
	(0.4750)	(0.4357)	(0.4465)	(0.1610)
Roe_t	-0.0003	0.0001	0.0003	-0.0003
	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0005)
Observations	139	145	148	88
R-squared	0.3585	0.3226	0.3328	0.3100

Tableau 21a : Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat (accruals *anormaux* positifs)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.3385**	1.7694***	1.7136***	1.7314**
	(0.6487)	(0.5811)	(0.5782)	(0.8180)
Abn_cfo	-1.7586***	-1.1290**	-1.4890***	-0.1453
	(0.6583)	(0.5198)	(0.4436)	(0.4864)
Abn_cog	-0.0783	0.0638	0.0917	0.0015
	(0.0997)	(0.1184)	(0.1291)	(0.1527)
Abn_dx	0.0765	-0.1012	-0.1759	-0.0064
	(0.2247)	(0.2371)	(0.2554)	(0.1478)
Abn_Jones	0.3555			
	(0.3900)			
Abn_Kothari		-0.0404		
		(0.2685)		
Abn_Bs			0.0823	
			(0.2263)	
Abn_Bs_modified				0.3340
				(0.3581)
Duree_deal	-0.0003	-0.0002	-0.0013	0.0001
	(0.0006)	(0.0007)	(0.0008)	(0.0008)
Dich_sollicited	-0.0828	-0.0575	-0.1504*	-0.2401***
	(0.1151)	(0.0941)	(0.0894)	(0.0888)
LBO	-0.0487	0.0314	-0.1472	-0.0521
	(0.2244)	(0.2053)	(0.2292)	(0.2432)
OCF	-0.0002	0.0004	0.0002	-0.0002
	(0.0006)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0004)
Size	-0.0872**	-0.1285***	-0.1109***	-0.1023**
	(0.0418)	(0.0395)	(0.0369)	(0.0495)
Abs_liquidity	0.0322	0.1272*	0.1338*	0.0439
	(0.0812)	(0.0644)	(0.0688)	(0.0556)
Loss	0.3039**	0.1657	0.1304	-0.2147
	(0.1221)	(0.1002)	(0.1041)	(0.1930)
Lev_asset	0.3759***	0.5799**	0.5956**	1.0548*
	(0.1326)	(0.2334)	(0.2330)	(0.5788)
Roe_t	0.0607	0.0853	0.0321	-0.0239
	(0.0712)	(0.0704)	(0.0578)	(0.1690)
Observations	87	130	134	115
R-squared	0.5243	0.3687	0.3872	0.3380

Tableau 21b : Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat (*accruals* anormaux positifs)

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.2284*	1.6337***	1.4970**	1.7309**
	(0.6550)	(0.5920)	(0.6054)	(0.7839)
Sum_Rem	0.0193	-0.0457	-0.0622	-0.0041
	(0.0678)	(0.0706)	(0.0760)	(0.1016)
Abn_Jones	0.5732			
	(0.4621)			
Abn_Kothari		0.0122		
		(0.2981)		
Abn_Bs			0.0713	
			(0.2480)	
Abn_Bs_modified				0.3624
				(0.3400)
Duree_deal	-0.0003	-0.0002	-0.0012	0.0001
	(0.0006)	(0.0007)	(0.0008)	(0.0008)
Dich_sollicited	-0.1155	-0.0781	-0.1808*	-0.2401***
	(0.1149)	(0.0970)	(0.0946)	(0.0864)
LBO	-0.0532	-0.0048	-0.1836	-0.0548
	(0.1970)	(0.1976)	(0.2184)	(0.2392)
OCF	-0.0008	0.0002	-0.0000	-0.0002
	(0.0006)	(0.0004)	(0.0004)	(0.0005)
Size	-0.0840*	-0.1181***	-0.0933**	-0.1027**
	(0.0430)	(0.0392)	(0.0403)	(0.0453)
Abs_liquidity	0.0687	0.1462**	0.1508**	0.0446
	(0.0790)	(0.0657)	(0.0692)	(0.0545)
Loss	0.3730***	0.2103*	0.1942*	-0.2086
	(0.1232)	(0.1101)	(0.1117)	(0.2125)
Lev_asset	0.3326**	0.5549**	0.5665**	1.0595*
	(0.1440)	(0.2462)	(0.2513)	(0.5999)
Roe_t	0.0822	0.0867	0.0366	-0.0260
	(0.0837)	(0.0790)	(0.0728)	(0.1683)
Observations	87	130	134	115
R-squared	0.4523	0.3461	0.3477	0.3375

Tableau 21c: Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat (*accruals* anormaux positifs)
Décomposition des leviers de la gestion réelle et *performance-matched discretionary accruals*

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.6118**	0.9416	0.6792	1.6934**
	(0.6387)	(0.7529)	(0.7049)	(0.6910)
Abn_cfo	-1.6449***	-1.2434	-2.2296***	-0.4299
	(0.5816)	(0.7708)	(0.6953)	(0.4888)
Abn_cog	-0.0339	0.0066	0.0967	0.0150
	(0.1078)	(0.0718)	(0.0952)	(0.1270)
Abn_dx	-0.0872	0.1243	0.1586	-0.0522
	(0.3063)	(0.2723)	(0.2444)	(0.1669)
Pmda_Jones	-0.0000			
	(0.5048)			
Pmda_Kothari		0.7421		
		(0.6601)		
Pmda_Bs			0.7660	
			(0.4693)	
Pmda_Bs_modified				0.5723
				(0.5110)
Duree_deal	0.0001	0.0001	-0.0007	0.0002
	(0.0006)	(0.0007)	(0.0006)	(0.0007)
Dich_sollicited	-0.1316	-0.1179	-0.0526	-0.2089**
	(0.1140)	(0.1577)	(0.1465)	(0.0931)
LBO	-0.1123	0.0336	0.1090	-0.1167
	(0.2130)	(0.2463)	(0.2497)	(0.2654)
OCF	-0.0002	-0.0001	-0.0002	-0.0001
	(0.0006)	(0.0005)	(0.0006)	(0.0002)
Size	-0.1003**	-0.0493	-0.0379	-0.0999**
	(0.0424)	(0.0659)	(0.0577)	(0.0409)
Abs_liquidity	0.0646	0.1342	0.1754**	0.0610
	(0.0920)	(0.0869)	(0.0739)	(0.0594)
Loss	0.3124*	0.1312	0.0426	-0.0527
	(0.1572)	(0.1283)	(0.1144)	(0.1253)
Lev_asset	0.4292***	0.4030***	0.5142***	1.0938*
	(0.1244)	(0.1263)	(0.0993)	(0.6302)
Roe_t	0.0464	0.0238	0.0625	-0.0417
	(0.0852)	(0.1361)	(0.0956)	(0.0929)
Observations	82	76	73	133
R-squared	0.4511	0.4544	0.5908	0.3161

Tableau 21d : Prime de contrôle à un mois et gestion du résultat (*accruals* anormaux positifs)

Performance-matched discretionary accruals avec un résumé de la gestion réelle

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	1.2309*	1.4128**	1.0627	1.6743**
	(0.6798)	(0.6743)	(0.7831)	(0.6619)
Sum_Rem	-0.0023	-0.0302	-0.0971	-0.0147
	(0.0751)	(0.0477)	(0.0742)	(0.0852)
Pmda_Jones	0.2780			
	(0.5557)			
Pmda_Kothari		0.4537		
		(0.6563)		
Pmda_Bs			0.8414	
			(0.5664)	
Pmda_Bs_modified				0.6767
				(0.5023)
Duree_deal	0.0002	0.0000	-0.0007	0.0003
	(0.0005)	(0.0007)	(0.0007)	(0.0007)
Dich_sollicited	-0.1294	-0.1274	-0.0775	-0.2119**
	(0.1227)	(0.1587)	(0.1627)	(0.0933)
LBO	-0.1572	-0.0936	-0.0322	-0.1350
	(0.1814)	(0.2041)	(0.2048)	(0.2600)
OCF	-0.0008	0.0002	0.0001	-0.0001
	(0.0007)	(0.0005)	(0.0006)	(0.0003)
Size	-0.0698	-0.0859	-0.0710	-0.0991***
	(0.0529)	(0.0570)	(0.0656)	(0.0368)
Abs_liquidity	0.1237	0.1327	0.1910**	0.0597
	(0.0953)	(0.0970)	(0.0944)	(0.0583)
Loss	0.3732**	0.2596*	0.1519	-0.0346
	(0.1652)	(0.1318)	(0.1568)	(0.1335)
Lev_asset	0.3624***	0.3832***	0.4361***	1.1072*
	(0.1329)	(0.1398)	(0.1306)	(0.6466)
Roe_t	0.0475	-0.0664	-0.0239	-0.0421
	(0.0960)	(0.1236)	(0.1055)	(0.0936)
Observations	82	76	73	133
R-squared	0.3848	0.4059	0.4841	0.3111

3) Robustesse : Régression logistique

L'absence d'effet de la politique comptable sur les primes de contrôle y compris lorsque nous utilisons les *accruals* anormaux diminués des *accruals* anormaux de leurs comparables et malgré les statistiques descriptives univariés significatives interroge sur la significativité des différences existantes entre le groupe de contrôle et les sociétés-cibles de LBO et MBO. Nous procédons ainsi à une régression logistique afin de confirmer les différences de qualité de l'information comptable en matière de gestion comptable et de gestion réelle avec le groupe de contrôle établi.

Le tableau 22 présente les résultats de la régression logistique (équation (10)) et confirme des différences de comportement des nombres comptables entre le groupe de contrôle et les sociétés-cibles de LBO et MBO. Nous avons également procédé à cette même régression en multivarié, puis en utilisant la variable dichotomique LBO comme variable explicative de la gestion du résultat comme cela est proposé parfois dans la littérature. Les résultats aboutissent aux mêmes conclusions que celles présentées dans notre régression logistique.

Nous retrouvons la significativité des variables de manipulation des ventes (seuil de 99%) et des *accruals* anormaux (99% sur les deux premières mesures et 90% sur la troisième). Les *accruals* anormaux perdent toutefois leur significativité lorsque l'on emploie le niveau des *accruals* anormaux dans la même régression. La manipulation des dépenses discrétionnaires s'avère significativement différentes en moyenne de celle du groupe de contrôle, bien que nous n'ayons pas mis en avant d'effet significatif sur la prime de contrôle précédemment.

Les ajustements sur les coûts de production en revanche ne présentent pas de différence significative avec le groupe de contrôle. Sur les variables de contrôle, le niveau d'endettement et le degré de lissage ne sont en revanche pas significatifs tandis que les firmes cibles présentent un niveau de maturité des actifs de long terme nettement plus élevé que ceux des entreprises comparables, au seuil de 99%.

De façon générale cette analyse confirme des comportements particuliers des entreprises cibles de LBO et MBO en matière de qualité de l'information comptable. Toutefois les effets de la qualité de l'information comptable sur les caractéristiques de la transaction la prime de contrôle ne semblent pas significatifs.

Tableau 22 : Régression logistique

	(1)	(2)	(3)	(4)
Constant	-24.5571***	-24.5643***	-23.9930***	-23.9460***
	(2.4415)	(2.4371)	(2.3267)	(2.3219)
Abn_cfo	-6.4878***	-6.5553***	-6.9603***	-6.5617***
	(2.0601)	(2.0675)	(2.1697)	(2.1728)
Abn_Cog	0.2216	0.2017	0.2269	0.2574
	(0.4035)	(0.4006)	(0.4012)	(0.3996)
Abn_Dx	3.5575***	3.5498***	3.7134***	3.5802***
	(1.0485)	(1.0485)	(1.0764)	(1.0880)
Abs_Jones	1.0860***			
	(0.3701)			
Abs_Kothari		1.1036***		
		(0.4082)		
Abs_bs			0.1352*	
			(0.0790)	
Abs_bs_wca				0.6883
				(0.7797)
Smoothing	-0.0084	-0.0106	-0.0132	-0.0198
	(0.0865)	(0.0866)	(0.0873)	(0.0890)
Liquidity	0.0323	0.0317	0.0319	0.0325
	(0.0297)	(0.0296)	(0.0296)	(0.0297)
Lev_asset	-0.6367	-0.6364	-0.6466	-0.5828
	(0.7930)	(0.8085)	(0.8139)	(0.8229)
Growth	-0.0281*	-0.0281*	-0.0276*	-0.0268*
	(0.0150)	(0.0149)	(0.0147)	(0.0147)
Ppe	-0.1239	-0.2632	-0.1302	-0.1525
	(0.5457)	(0.5456)	(0.5433)	(0.5458)
Profitability	-0.0619	-0.0591	-0.0577	-0.0584
	(0.0490)	(0.0492)	(0.0495)	(0.0492)
Firm_maturity_assets	0.4802***	0.4816***	0.4722***	0.4702***
	(0.0969)	(0.0975)	(0.0958)	(0.0957)
Size	2.2481***	2.2457***	2.2007***	2.1960***
	(0.2220)	(0.2212)	(0.2124)	(0.2121)
Observations	1,989	1,989	1,989	1,989

V] Discussion

Les résultats de nos travaux sur la détection des résultats sont comparables avec plusieurs études sur les LBO et MBO qui parviennent difficilement à trancher sur la significativité et l'impact de la gestion des résultats dans ces montages (Le Nadant, 1999) y compris en intégrant la gestion réelle jusque-là incorporée dans l'analyse uniquement dans les travaux de Mao et Reneboog (2015). Les hypothèses traditionnelles de gestion à la hausse des résultats dans le cas de montages de LBO et à la baisse dans le cas des montages de MBO nous semblent difficilement vérifiées.

En premier lieu seuls les *accruals* anormaux mesurées en différence par rapport au groupe de contrôle et la manipulation des ventes montrent une politique comptable agressive dans les deux sous-échantillons. La régression logistique vient confirmer un comportement significativement distinct du groupe de contrôle en matière d'*accruals* anormaux, de manipulation des ventes et de dépenses discrétionnaires. Une première explication est liée aux fondamentaux économiques. Ces différences significatives peuvent s'expliquer davantage par le besoin d'améliorer la performance pour les sociétés-cibles dans un contexte de négociation de l'effet de levier et d'une situation financière déclinante plutôt que la recherche de transferts de richesse entre anciens et nouveaux actionnaires ou bien la recherche d'un gain personnel pour les dirigeants. La volonté d'atténuer les difficultés économiques rencontrées plutôt que d'influencer les caractéristiques de la transaction amicale explique nos résultats. Remarquons par exemple que les années de crise et d'après crise dans notre échantillon (2008-2010) semblent expliquer dans certaines de nos régressions une partie de la manipulation des ventes.

En dehors de la situation économique particulière des sociétés-cibles qui peut expliquer que la dichotomie entre ces montages ne soit pas pertinente nous procédons par éliminations sur les autres explications mobilisées pour motiver la gestion du résultat.

En premier lieu, le caractère amical des transactions et plus loin l'origine de l'initiative de la transaction peuvent inciter les dirigeants des sociétés-cibles à paradoxalement rechercher une prime de contrôle plus faible dans le but de conclure l'opération indépendamment du choix d'un LBO ou d'un MBO. Les transactions de notre échantillon sont exclusivement composées de rachats amicaux sans que cela ne soit un choix de départ dans notre étude. De plus, 73 des 224 transactions recensées sont à l'initiative de la société-cible (nous ne recensons que 5 achats hostiles dans l'échantillon de départ). Nous avons vu que le caractère sollicité ou non est significativement associé à une prime de contrôle plus faible. Les *accruals* anormaux comparés à notre groupe de contrôle (pmda) sont significativement négatifs dans le cas des LBO ce qui n'est pas compatible avec la thèse d'un nettoyage du bilan évoqué par Ben-Amar et Missonier-Piera, 2008 et Missonier-Piera et Spadetti, 2023. Si l'on se centre uniquement sur les sociétés qui diminuent leurs résultats au moyen des *accruals* ou de la gestion réelle, l'impact sur la prime de contrôle n'est pas significatif pour autant et l'hypothèse d'une remise à plat de l'entreprise avant un changement d'actionnaire majoritaire n'est pas suffisante sur notre échantillon. Une explication simple de l'incapacité des *accruals* anormaux à impacter la prime de contrôle serait la sous-représentation des méthodes d'évaluation qui utilisent le résultat (et donc les *accruals*) plutôt que les flux de trésorerie. En effet les études sur la gestion du résultat et la prime de

contrôle posent généralement le postulat que la gestion du résultat impacte le cours des actions et la prime de contrôle par l'intermédiaire des méthodes d'évaluation. Si certains auteurs considèrent ce postulat crédible (Barker 1999 ; Demirakos *et al.* 2004 ; Imam *et al.* 2008) car la plupart du temps les analystes financiers ont recours à plusieurs méthodes d'évaluation différentes il est aussi envisageable que ces derniers soient en capacité de neutraliser le biais de *reporting* introduit par la manipulation des *accruals*.

En second lieu, il convient de discuter de l'écart entre les dates de transaction et les dernières dates de publication de résultat ainsi que de la durée de déroulement de la transaction peut laisser place à une anticipation plus ou moins possible d'un rachat et donc à une planification plus ou moins faisable de la gestion comptable du résultat en fin d'exercice. Ainsi, les entreprises de l'échantillon qui apparaissent déterminées à contrer les effets négatifs d'un ralentissement économique par une politique comptable agressive se retrouvent dans une situation inconfortable au moment d'envisager le rachat. En particulier, pour la gestion réelle, les entreprises apparaissent motivées à améliorer anormalement leurs ventes en période de difficultés financières. Cette manipulation peut avoir tout au long d'un exercice comptable et la connaissance d'un rachat est plus éloignée au moment des décisions associées à la gestion réelle. Aussi un rachat non-anticipé et décidé rapidement aboutit à observer une politique comptable qui devient à l'opposé de ce que préconise l'achat amical aboutissant à une situation irrationnelle du point de vue des caractéristiques de la transaction. La politique agressive est alors rationnellement anticipée dans la détermination de la prime de contrôle aboutissant à une diminution. Nous observons ainsi des comportements différents de ceux observés par Missonier-Piera et Spadetti (2023) sans pour autant que cela ne soit contradictoire avec leurs hypothèses. Au contraire, la politique comptable agressive aboutit à une diminution de la prime de contrôle en raison de la temporalité de la transaction, son déroulement et la difficulté pour les dirigeants d'ajuster à temps leur politique comptable lors de l'évocation du rachat.

En dernier lieu, nous remarquons que dans plusieurs de nos travaux la gestion du résultat est associée significativement et négativement au degré de lissage. Si cela s'explique pour des raisons mécaniques, nous pouvons alors avancer l'explication selon laquelle les dirigeants des sociétés-cibles de LBO et MBO souhaiteraient ne pas sacrifier leur qualité de l'information comptable en entreprenant une politique comptable et réelle qui diminuerait le lissage des résultats. Ces sociétés ne seraient donc pas prêtes à envoyer un signal négatif avec une qualité de l'information comptable détériorée. Le recours à des formes de gestion du résultat transparentes et plus facilement détectables comme les *accruals* est vraisemblablement attendu

et anticipé dans un contexte de contrôle très élevé par les autorités de marché ou par les participants à la transaction, nouvel actionnaire majoritaire et prêteurs. Dans ce cas il serait nécessaire d'opérer un changement de perspective dans la façon d'étudier ces transactions et d'employer d'autres mesures de la qualité de l'information comptable indépendamment du sens de la gestion du résultat. Ce que font par exemple les travaux de McNichols et Stubben (2015), Raman *et al.* (2013) et Skaife et Wangerin (2013) en montrant une association négative entre qualité de l'information comptable et prime de contrôle dans les opérations de fusions et acquisitions. A cet égard, la relation négative entre manipulation des ventes et prime de contrôle sur une partie de notre échantillon pourrait s'expliquer par une qualité de l'information comptable plus faible de ces entreprises. L'anticipation du coût de la gestion réelle sur la période *post-buyout* serait alors facturée et négociée dans une prime de contrôle plus faible.

VI] Conclusion

L'objet de cette étude vise à porter un éclairage sur la complexité des incitations des dirigeants en matière de gestion des résultats en proposant l'étude d'un cas extrême en matière d'incitations que constituent les opérations de MBO et de LBO. Le caractère d'« expérience contrôlée » employée précédemment prends son sens à travers une relative homogénéité dans la situation financière des entreprises des échantillons contrairement aux études plus étendues en matière de fusion-acquisition. Fondamentaux économiques déclinants, proximité importante avec les seuils de *delisting*, maturité élevée des sociétés-cibles, problèmes de gouvernance et changements anticipés dans la structure de financement sont autant d'éléments propres aux montages à effet de levier susceptible de faciliter et interpréter nos études en matière de gestion du résultat. Malgré cette homogénéité, cette étude montre une hétérogénéité en matière de pratiques de gestion réelle et de gestion comptable du résultat qui n'est pas expliquée par les caractéristiques premières de la transaction (MBO ou LBO) ou par les arguments théoriques fournis dans les études sur la gestion du résultat dans des contextes amicaux. La gestion du résultat détectée à proximité de la date de transaction apparaît davantage expliquée par les fondamentaux économiques déclinants ou au contraire en croissance (pour une minorité) de l'échantillon plutôt que par la volonté d'influer sur les caractéristiques des transactions. En conséquence, nous observons un comportement irrationnel en matière de politique comptable dans nos échantillons de LBO et MBO au regard des hypothèses relatives à la formation de la prime de contrôle dans un contexte amical. En cause, une forme de dépendance à l'égard des décisions passées en matière de gestion du résultat. Les politiques comptables agressives et

leurs conséquences sur la période post-rachat sont alors anticipées par les repreneurs entraînant une diminution logique de la prime de contrôle. Cette diminution est d'autant plus forte qu'elle s'accompagne d'une politique d'*accruals* agressive ou conservatrice.

Sur le plan méthodologique, l'étude démontre l'utilité de contrôler pour la prudence dans la mesure de la gestion du résultat, en particulier dans le contexte d'échantillons d'entreprises aux fondamentaux économiques dégradés, au risque de sous-estimer la tendance à gérer à la hausse les résultats dans ce contexte. Ces résultats encouragent à l'usage de la prudence conditionnelle ou du lissage du résultat comme autres mesures de la qualité de l'information comptable pour étudier les transactions de fusions et acquisitions, en particulier LBO et MBO. Il apparaît ainsi nécessaire de conforter les hypothèses de gestion du résultat au travers de la relation avec ces autres propriétés mais aussi de mieux prendre en compte la présence d'incitations contradictoires. En particulier la littérature montre que la nécessité de maximiser l'effet de levier et d'améliorer les caractéristiques des contrats de prêt est davantage associée à la prudence conditionnelle et/ou inconditionnelle que par les pratiques de gestion du résultat.

CHAPITRE IV : LA PRUDENCE COMPTABLE DANS LES OPERATIONS DE LBO : UNE ETUDE SUR LA PERIODE 2008-2021¹⁸

Résumé :

En nous appuyant sur un échantillon de 133 transactions de LBO et de MBO sur la période 2008-2021 nous explorons les moyens par lesquels les entreprises-cibles peuvent arbitrer dans leur politique comptable entre prudence et gestion des résultats. Ces sociétés subissent un changement de contexte drastique en matière de structure de financement et de gouvernance, dans lequel des incitations multiples et contradictoires pèsent sur le *reporting* financier. Nous mobilisons ainsi un groupe de contrôle en s'appuyant sur un score de propension. Suivant la théorie des *free cash-flows* de Jensen, les entreprises cibles de LBO sont supposées se situer dans un contexte d'allocation sous-optimale des ressources et des choix d'investissement. Nos résultats montrent que malgré l'accroissement anticipé du niveau d'endettement, les managers des entreprises-cibles conservent majoritairement une politique comptable agressive en dépit de la demande de prudence conditionnelle qui s'exprime dans ces transactions.

Mots clés : Prudence – Gestion du résultat – Investissement anormal – LBO - Qualité de l'information comptable.

Abstract :

Based on a sample of 133 LBO and MBO transactions over the period 2008-2021, we explore the ways in which target companies can arbitrate between prudence and earnings management in their accounting policies. These companies are undergoing a drastic change in their financing and governance structures, in which multiple and conflicting incentives weigh on financial reporting. We therefore use a control group based on a propensity score. According to Jensen's free cash flow theory, LBO target companies are assumed to be in a situation of suboptimal resource allocation and investment choices. Our results show that despite the anticipated increase in debt levels, the managers of target companies mostly maintain an aggressive accounting policy despite the demand for conditional prudence expressed in these transactions.

Key-Words : Conservatism – Earnings Management – Abnormal Investment – LBO – Earnings Quality

¹⁸ Cet article sera proposé en communication à l'occasion du Congrès de l'AFC 2026 avant soumission à revue.

Introduction

La littérature comptable sur les rachats à effets de levier s'est tout d'abord concentrée sur les rachats à l'initiative des managers (De Angelo, 1986 ; Perry et Williams, 1994 ; Wu, 1997). En cause, les soupçons récurrents sur de trop bonnes transactions réalisées par les dirigeants d'entreprise, à l'image du rachat de Darty - l'un des plus importants MBO français à la fin des années 80 - dont les enquêtes par la COB pour délit d'initié et rupture d'égalité des actionnaires se sont allongées sur de nombreuses années¹⁹. Des débats similaires ont eu lieu Outre-Atlantique (Amihud, 1989). Les travaux en comptabilité sur ces opérations se sont naturellement orientés vers des suspicions de manipulations à la baisse des résultats comptables. Malgré l'absence de méthodologie reconnue sur leur mesure (le modèle de Jones date de 1991). Dans ce contexte les travaux n'ont fait que confirmer de façon mitigée l'hypothèse de gestion à la baisse des résultats. Plus loin, les travaux de Le Nadant (1999) y ajoutent l'hypothèse de gestion à la hausse des résultats dans le contexte des LBO français, toutefois l'hypothèse n'est pas validée. Plus tard, les travaux suivants de Fisher et Louis (2008) et Mao et Reneboog (2013) conceptualisent les incitations contradictoires générées par le rôle de la dette et l'idée d'un arbitrage possible entre gestion comptable du résultat et gestion réelle.

Ces travaux ne recourent chacun qu'à une mesure de la qualité des résultats comptables pour apprécier les différents conflits d'incitation à l'œuvre dans ces opérations. Afin de mieux caractériser la politique comptable des opérations de LBO et MBO nous proposons de déplacer le point de vue employé dans les hypothèses jusqu'à présent. Ce dernier considère que l'objectif principal du dirigeant, repreneur ou non dans la transaction, est principalement de souhaiter influencer le prix de transaction. Nous postulons quant à nous que l'objectif principal est la maximisation de l'effet de levier dans la transaction. Cette perspective est notamment compatible avec l'évolution des travaux sur la compréhension des déterminants des opérations de LBO et MBO qui, en employant la *market timing theory* (Axelson *et al.* 2013) démontrent que les conditions du marché de la dette et l'accès au financement sont les principaux facteurs explicatifs des transactions. Leurs résultats sont cohérents avec notre hypothèse de prioriser la dette dans les hypothèses produites sur la qualité des résultats.

¹⁹ « La COB enquête sur le numéro un de la distribution dans l'électroménager Des actionnaires minoritaires de Darty s'estiment lésés par les conditions de la reprise par les salariés », Le Monde, 13 juillet 1989.

Ce changement de point de vue a deux implications distinctes. D'une part, il requiert une réflexion sur la mesure de qualité de l'information comptable à retenir lorsqu'il s'agit d'étudier les décisions de prêt. D'autre part, il implique de conceptualiser sur la relation de cette mesure avec la gestion des résultats pour améliorer la robustesse des travaux et en faciliter la comparaison. Notre choix se porte immédiatement sur la prudence conditionnelle dans la mesure où ses conséquences sur la configuration des contrats de dette n'est plus à démontrer dans la littérature. Plusieurs travaux emploient cependant d'autres mesures de la qualité de l'information comptable (Francis *et al.* 2005 ; Barath *et al.* 2008 ; Costello et Wittenberg-Moerman, 2011 ; Maurice *et al.* 2020) pour étudier les caractéristiques de la dette. La prudence conditionnelle peut se définir comme « *trading an increase in the false negative (type II) error for an equal amount of decrease in the false positive (type I) error in the accounting report. The evaluation of conservatism is then conveniently transformed to an evaluation of the economic consequences of the report's measurement error* » (Gao *et al.* 2013, p. 251). La prudence conditionnelle consiste ainsi à fixer des seuils de vérifiabilité dans la reconnaissance des mauvaises nouvelles inférieurs à ceux de la reconnaissance des bonnes nouvelles afin de limiter le risque de surestimation des résultats.

L'introduction de la prudence conditionnelle dans les LBO amène naturellement à supposer qu'elle entre en opposition avec les incitations d'une gestion à la hausse des résultats alors qu'elle est nécessaire, en tant que signal, pour négocier au mieux les contrats de dette émis à l'occasion du rachat. La recherche d'un prix de transaction plus élevé par une politique comptable agressive dans les LBO s'oppose à la nécessité d'une prudence conditionnelle pour la négociation des contrats de dette. Dans les MBO, la question se pose de déterminer si la gestion à la baisse du résultat qui peut être observée est la résultante des effets de la prudence conditionnelle. A l'inverse donc du LBO, dans le cas d'un MBO, il y a une concordance entre le sens supposé de la gestion des résultats et la présence d'une demande forte de prudence conditionnelle rendant l'interprétation des résultats plus difficile. Aussi, l'hypothèse de pratiques de *big bath accounting* ne peut être exclue. Si les deux comportements sont observés, il appartient alors de tenter d'en comprendre les déterminants. A ces questions théoriques s'ajoute le rôle des fondamentaux économiques. Les sociétés sortant de la cote cibles de LBO ou MBO sont en ralentissement économique, aussi la prudence conditionnelle peut s'accroître à proximité de la date de transaction en réaction à une dégradation de la performance opérationnelle, pouvant laisser croire à une gestion à la baisse des résultats dans un modèle d'*accruals* anormaux. Ces considérations théoriques, peuvent expliquer la diversité des

résultats observés dans la littérature qui se sont jusqu'alors focalisés exclusivement sur la gestion des résultats. Une étude sur la prudence conditionnelle et une confrontation avec les résultats en matière de gestion comptable s'impose. Cette étude propose alors de déterminer si les dirigeants privilégient la production d'une information comptable prudente pour satisfaire l'obtention de meilleures conditions de levée de fonds auprès des prêteurs ou bien privilégient la gestion des résultats à la hausse ou à la baisse avec le besoin de maximiser ou minimiser la valeur de la transaction. Pour renforcer nos résultats et étudier le rôle particulier de la prudence conditionnelle dans les sociétés-cibles de LBO et MBO, nous reprenons les constatations réalisées par Jensen (1989, 1993) et Boucly *et al.* (2013) selon lesquelles les sociétés-cibles de rachat à effet de levier sont généralement en situation de sur-investissement (conflit d'agence) ou sous-investissement (difficultés d'accès au crédit). Les travaux sur la prudence conditionnelle ont théorisé et démontré l'hypothèse selon laquelle les niveaux de prudence conditionnelle observés sont corrélés au niveau de sur(sous) investissement des entreprises (Biddle et Hilary, 2006 ; Biddle *et al.* 2009 ; Francis et Martin, 2010 ; Bushman *et al.* 2011 ; André *et al.* 2014 ; Garcia Lara *et al.* 2016). Les entreprises rencontrant des difficultés de financement en raison d'inefficience sur les marchés de la dette qui se trouvent alors en situation de sous-investissement ou sur-investissement sont alors incitées à élever leur degré de prudence conditionnelle.

Afin de répondre à cette problématique nous construisons un échantillon de 133 transactions de LBO/MBO, sous forme de retraits de cote, dans le contexte des U.S sur la période 2008-2021. Ce choix de travailler sur les Etats-Unis pour débiter repose sur les la similitude des caractéristiques des firmes et des transactions aux Etats-Unis se rapprochent le plus fidèlement avec celles décrites historiquement par Jensen dans la théorie des *free cash-flows* et la théorie de l'agence (1986). Nous construisons également un échantillon de contrôle en recourant à un score de propension, méthode adaptée à l'étude d'échantillons de petite taille.

Les résultats obtenus sont mitigés. Nous observons une légère augmentation de la prudence conditionnelle sur les années qui précèdent la transaction par le biais du G-Score. Celle-ci n'est pas significativement supérieure à celle observée dans le groupe de contrôle. Par contre, sur une période de trois ans avant la transaction, les sociétés-cibles ne présentent pas un profil en matière de prudence conditionnelle différent de celui du groupe de contrôle. Pour autant les changements observés dans la prudence conditionnelle l'année qui précède la transaction sont corrélés avec les différentes mesures des *accruals* discrétionnaires tendant à valider l'hypothèse de gestion du résultat. En appui, la relation entre sur-investissement/sous-investissement et

prudence conditionnelle. Si l'association s'avère significative l'année précédant la transaction contrairement au groupe de contrôle, celle-ci disparaît lorsque l'on contrôle par les différentes formes de gestion du résultat.

Le reste de l'article est structuré comme suit, la première partie aborde la revue de littérature en matière de prudence conditionnelle, de gestion des résultats et de politique d'investissement. La seconde partie décrit la méthodologie et l'échantillon employé. La troisième partie présente les résultats.

II] Sur la relation entre prudence, dette et investissement anormal.

A] Gestion des résultats, prudence conditionnelle et LBO.

Si la relation entre gestion du résultat et reconnaissance asymétrique des pertes est bien analysée dans la littérature formelle, les travaux empiriques sur cette relation sont peu nombreux. Les diverses revues de littérature à notre disposition (Dechow *et al.* 2010 ; Ruch et Taylor, 2015 ; Neag et Masca, 2015 ; Zhong et Li, 2017 ; Penalva et Wagenhofer, 2021) qui jonchent la décennie 2010 pointent systématiquement le manque important de travaux empiriques sur la relation entre ces deux mesures de la qualité de l'information comptable. Dans cette section nous identifions trois niveaux d'analyse de la relation entre gestion du résultat et prudence conditionnelle qui expliquent la complexité et la difficulté à adressed ce problème. Puis nous discutons dans quelle mesure le contexte des opérations de LBO est susceptible de nous aider à mieux comprendre les incitations et interrelations à l'œuvre dans l'arbitrage ou non entre ces deux mesures de la qualité de l'information comptable.

Dans cette section les différents canaux par lesquels la prudence conditionnelle interagit avec la gestion du résultat sont discutés. Précisons que dans la mesure où la prudence conditionnelle se manifeste au travers du système d'*accruals*, nous laissons de côté dans nos développements théoriques les considérations autour de la gestion réelle. Nous faisons le choix de nous concentrer exclusivement sur la gestion comptable du résultat. Le premier canal est conceptuel et relève de la théorie contractuelle. Une demande de prudence conditionnelle de la part du principal, prêteur ou actionnaire, émerge de la relation d'agence et du risque de manipulation des états financiers. Toutefois dans une dynamique temporelle, la prudence conditionnelle peut être utilisée comme une forme de gestion des résultats en accélérant la reconnaissance des pertes dans le but d'améliorer ultérieurement les résultats. Le second canal est purement mécanique et

relève de la dynamique de calcul des *accruals* qui exercent le rôle d'accélérateur dans la reconnaissance des pertes ou au contraire le rôle de ralentisseur dans la reconnaissance des profits qui ne satisfont pas les seuils de vérifiabilité. Le troisième canal est une implication méthodologique du second, la prudence conditionnelle affecte les calculs d'*accruals* discrétionnaires et non-discrétionnaires des modèles utilisés dans les travaux en matière de gestion du résultat, tandis que la prudence conditionnelle est elle-même calculée à partir de résultats potentiellement manipulés.

Dans le cadre de la relation d'agence, dans une situation où le principal ne peut observer directement la performance réalisée par le dirigeant, seuls les états financiers publiés par ce dernier peuvent être utilisés pour évaluer la performance du dirigeant et configurer un contrat de rémunération incitatif (Kwon, 2001). Dans ce contexte, la seule éventualité que les états financiers puissent refléter imparfaitement la performance fondamentale de la firme génère une demande de prudence de la part du principal. Il n'est pas nécessaire de supposer que l'agent est capable de biaiser les résultats pour qu'une demande de prudence se manifeste. Toutefois, l'introduction de la prudence conditionnelle dans le *reporting* s'effectue au détriment de la désutilité de l'agent à fournir un effort (Kwon, 2005). Dans une approche intertemporelle, l'élaboration d'un *reporting* prudent envoie alors un signal crédible par l'agent sur les perspectives de rentabilité futures et sur l'effort réel entrepris (Lin, 2006). Cet effet se produit dans un contexte d'asymétrie d'information sur la performance fondamentale future de la firme. L'introduction du biais (Fisher et Verrecchia, 2000 ; Fang *et al.* 2017) dans le *reporting* financier est alors susceptible de stimuler davantage cette demande de prudence afin de réduire les coûts d'agence.

L'une des limites significatives de la littérature formelle en matière de biais de *reporting* est son angle d'analyse quasi-exclusivement centré sur l'hypothèse que les dirigeants sont incités à la hausse des résultats. L'étude qualitative de Dichev *et al.* 2013 montre que cela n'est pas systématiquement le cas. Par ailleurs, le manque de perspectives intertemporelles dans ces modèles ne permet pas d'imaginer la prudence comptable comme une forme de gestion des résultats. C'est l'hypothèse de *big bath accounting* qui s'est développée dans la littérature empirique : face à un choc exogène ou à un contexte de détresse financière, les entreprises peuvent souhaiter accroître leur niveau de pertes constatées afin que l'inversion ultérieure dans les *accruals* lors de la phase de reprise permette à l'entreprise d'augmenter ses bénéfices. L'accroissement des pertes constatées sera alors attribué à la responsabilité d'un phénomène

extérieur sur lequel le dirigeant a peu de prises, la clause de passif limité peut alors être aisément invoquée par ce dernier.

Une telle hypothèse a été testée dans des contextes de catastrophes naturelles (Chen *et al.* 2019), de crises financières (Fiechter et Meyer, 2010) ou encore dans le cadre de changements de normes comptables (Jordan et Clark, 2015). Elle a toutefois été peu explorée dans le cadre de transactions financières. Par ailleurs, la dynamique entre prudence conditionnelle et pratique de *big bath accounting* reste peu étudiée, Ball *et al.* 2008, sans argument, la juge comme une hypothèse peu crédible pour expliquer la prudence dans un contexte général. Nous l'envisageons ici dans le cadre des transactions financières que constituent les opérations de LBO.

Ces opérations financières entraînent des changements drastiques à plusieurs égards et sont susceptibles d'infléchir la politique comptable de l'entreprise. 1/ Un changement dans le mode de gouvernance s'opère en raison du retrait de cote et de l'introduction de fonds d'investissement dans le capital des entreprises-cibles. 2/ Un changement de l'actionnaire majoritaire a lieu introduisant une dynamique entre les générations d'investisseurs susceptible d'affecter les incitations à la gestion des résultats (Dye, 1988). 3/ Un changement dans la structure de financement qui accroît l'effet de levier qui pèse sur l'entreprise.

Les hypothèses couramment testées concernent la gestion à la baisse des résultats dans le contexte de MBO et la gestion à la hausse dans le contexte de LBO. Les travaux de Fisher et Louis (2008) et Mao et Reneboog (2013) reconnaissent les multiples incitations contradictoires qui pèsent sur la politique comptable dans leurs raisonnements théoriques à l'égard de la dette sans théoriser sur le rôle potentiel de la prudence dans ces transactions. Ils envisagent ainsi la possibilité que la gestion des résultats qui peut avoir lieu avant une opération de LBO ou MBO puisse être guidée par les considérations à l'égard de la configuration des contrats de dette et par rapport à la maximisation de l'effet de levier plutôt que par le souhait de maximiser ou minimiser le prix de transaction.

Toutefois ces études ne considèrent l'effet incitatif de la dette sur la qualité de l'information comptable (Armstrong *et al.* 2010) que comme un facteur allégeant l'incitation à la gestion du résultat plutôt que comme le principal moteur de la politique comptable qui précède l'opération. Pourtant la relation entre qualité de l'information comptable (et tout particulièrement la prudence conditionnelle) et configuration des contrats de dette est relativement bien établie

dans la littérature. Les travaux concernent à la fois le niveau de la dette et les seuils contractuels incorporés dans les contrats de dette (Ball *et al.* 2008 ; Zang, 2008 ; Callen *et al.* 2010 ; Nikolaev, 2010 parmi de nombreux travaux). Citons l'étude de Maurice *et al.* (2015) qui prouve une relation positive entre maturité de la dette et gestion comptable et réelle du résultat.

Dans notre étude, nous postulons, que l'utilisation d'une seule mesure de la qualité de l'information comptable n'est pas suffisante pour adresser la question des conflits comptables qui résultent de la multiplicité des incitations à l'œuvre dans ces montages de LBO. Privilégier l'utilisation de la gestion des résultats revient à privilégier les considérations théoriques sur la valeur de la transaction et la relation entre dirigeants et propriétaires actuels de l'entreprise au détriment de la relation avec les nouveaux investisseurs ou avec les prêteurs. Afin de mieux clarifier ce positionnement nous incorporons alors la mesure de la prudence conditionnelle. Cette mesure est l'indicateur de qualité de l'information comptable le plus mobilisé pour opérationnaliser la relation *reporting* financier et contrats de dette.

Des similitudes et contradictions ressortent de la comparaison des hypothèses et raisonnement théoriques formulés en matière de gestion des résultats dans la littérature comptable sur les opérations de LBO et MBO avec les résultats de la littérature relatifs à la prudence et aux contrats de dette. Ce contraste est l'opportunité d'étudier la relation entre gestion des résultats et prudence conditionnelle. L'objectif principal consiste à approfondir notre compréhension de ces interactions. Le choix du LBO et du MBO comme objet d'étude apparaît être le contexte plus favorable pour procéder ainsi. De multiples études dans la littérature en finance depuis le milieu des années 80 prennent place dans ce contexte qui facilite ainsi l'identification des incitations en jeu et l'interprétation des résultats pour nous concentrer exclusivement sur la problématique. Avant de formuler nos hypothèses à l'égard du rôle de la prudence conditionnelle dans ces transactions nous clarifions les différents *scénarii* théoriques envisagés en recensant l'ensemble des explications théoriques disponibles.

La première série d'arguments théoriques envers une gestion à la hausse des résultats amène à supposer que les dirigeants privilégient la nécessité de maximiser le prix de transaction dans le contexte de LBO et à le minimiser dans le cadre de MBO.

Dans cette acception, l'hypothèse que les entreprises-cibles de LBO accroissent leur niveau de prudence conditionnelle afin de maximiser leur effet de levier et de satisfaire les besoins des prêteurs dans l'opération entre en conflit. A l'inverse, pour les sociétés-cibles de MBO, les

prédictions sur le sens des deux mesures de la qualité de l'information comptable n'entrent pas en opposition : la gestion à la baisse des résultats peut tout aussi bien être générée une augmentation de la prudence conditionnelle dans les mesures employées.

La seconde série d'arguments théoriques consiste à postuler que la maximisation de l'effet de levier est l'objectif principal de l'opération. Comme le suggère par exemple les travaux d'Axelson *et al.* (2013) qui démontrent que l'objectif principal du LBO est de profiter d'arbitrages momentanés sur le coût de la dette. Dans ce cas un degré de prudence conditionnelle élevé est un signal envoyé aux prêteurs d'une discipline budgétaire rigoureuse et d'une garantie contre le risque d'aléa moral encouru dans la période post-LBO qui aiderait à maximiser l'effet de levier et à sécuriser la transaction. Auquel cas, une gestion à la hausse des résultats apparaît-elle difficile en raison d'un coût de mise en place plus élevé. A cet effet, l'étude de Fisher et Louis (2008) indique que le niveau des *accruals* anormaux décroît avec l'amplitude de la dette existante avant l'opération. Ce résultat tend à suggérer que les prêteurs ne sont pas naïfs face à la gestion comptable à la hausse du résultat. Leur expertise est prise en considération *ex ante* dans les choix de politique comptable des entreprises avant la période de transaction. Celles-ci qui pourraient volontairement choisir de ne pas s'orienter vers une politique comptable agressive qui plus est dans un contexte amical. L'objectif de maximisation de l'effet de levier lors de la transaction n'est pas mutuellement exclusif de la maximisation de la valeur de la transaction. De nombreux travaux en finance suggère qu'un accès facilité à la dette accroît les primes de contrôle. Ainsi, de la volonté de maximiser l'effet de levier nous en déduisons l'hypothèse suivante :

H1a : Les entreprises-cibles de LBO ou MBO ont un *reporting* financier structurellement plus prudent que celui d'entreprises comparables.

Enfin, nous ne pouvons écarter l'hypothèse selon laquelle les dirigeants des entreprises-cibles de LBO utiliseraient la prudence conditionnelle contenu dans les normes comptables afin d'amplifier la dégradation apparente de la performance de l'entreprise au cours de la période précédant le retrait de la cote. Une telle politique comptable s'assimilerait à une gestion à la baisse des résultats. Les conséquences sur le montage seraient alors multiples : en dehors du signal interprété positivement par les prêteurs et l'effet sur la dette, cela provoquerait un transfert de résultats de la période antérieure au LBO à la période postérieure au LBO, c'est-à-dire un transfert de richesses des anciens actionnaires vers les nouveaux actionnaires. De plus une telle inversion des *accruals* est susceptible de rendre plus facile l'atteinte des indicateurs de

rentabilité exigée par le fonds d'investissement par l'inversion des *accruals* qui en résulterait après la transaction.

H1b : La prudence conditionnelle des entreprises-cibles de LBO augmente significativement l'année qui précède la transaction.

La distinction entre les hypothèses H1a et H1b se fait essentiellement par la perspective temporelle envisagée mais aussi la nécessité ou non de confronter nos résultats avec la mesure des *accruals* discrétionnaires. La première hypothèse requiert une mesure de la prudence conditionnelle sur une période suffisamment longue, 3 ans avant la transaction ont été retenus dans cette étude pour démontrer que structurellement les entreprises-cibles de LBO présentent une qualité de l'information comptable significativement différente d'entreprises comparables. Les études sur le rôle de la gestion des résultats dans les transactions financières (pas seulement les LBO) sont généralement focalisées sur l'exercice qui précède la transaction mais s'avèrent insuffisantes dans notre perspective pour correctement interpréter les résultats et les classer entre gestion du résultat ou prudence conditionnelle. Tandis que la seconde hypothèse, sur un an, nécessite de distinguer au sein de l'échantillon les sociétés qui gèrent leur résultats à la baisse et les sociétés qui gèrent leur résultats à la hausse afin de déterminer si l'augmentation de la prudence dans l'exercice qui précède la transaction doit s'interpréter comme une volonté des dirigeants d'accroître le niveau de divulgation de leur information privée sur les perspectives futures de l'entreprise ou bien au contraire d'accroître artificiellement les pertes de l'entreprise et de dissimuler la performance réelle de l'entreprise pour mieux affecter les indicateurs de performance *ex post*. L'utilisation conjointe des deux mesures de la qualité de l'information comptable permet de tester l'hypothèse comportementale à l'œuvre et de trancher sur les arbitrages effectués par les dirigeants entre les multiples incitations auxquelles ils font face.

B] Interaction entre demande de prudence conditionnelle et investissement anormal dans le contexte des LBO

Les premiers travaux sur la relation entre efficacité des investissements et qualité de l'information comptable remontent au début des années 2000 (Bushman et Smith, 2001 ; Healy et Palepu, 2001 ; Lambert *et al.* 2007). Ces derniers opérationnalisent l'efficacité des investissements par l'élasticité des dépenses d'investissements aux cash-flows opérationnels. Le mécanisme théorique invoqué par les auteurs pour étayer cette relation repose sur la réduction des effets d'aléa moral et de sélection adverse dans les choix d'investissements. Ces comportements sont atténués par la réduction de l'asymétrie d'information entre dirigeants et

les prêteurs relative aux pertes futures potentielles et au risque qu'engendre la prudence conditionnelle. Une qualité accrue de l'information comptable améliore les clauses contractuelles que les apporteurs de ressources peuvent imposer dans les contrats de financement améliorant ainsi la capacité de contrôle des apporteurs de ressources et réduisant l'aléa moral. Notons que la nature du manque d'efficacité des investissements - sous-investissement ou sur-investissement - importe peu dans cette approche.

De telles situations se produisent lorsqu'il existe des investissements à valeur actuelle nette positive qui ne sont pas entrepris par les dirigeants car ils n'y sont pas incités, ou inversement lorsque des investissements à valeur actuelle nette négative et destructeurs de valeur sont lancés. Ainsi, seul le comportement du dirigeant est en cause, et non l'état de l'accès au financement des entreprises dans ces définitions. Les contraintes d'accès au financement peuvent être liées à des raisons exogènes et conjoncturelles par exemple, comme un choc sur les taux directeurs, ou structurelles relatives à un accès inégal au financement, aux rigidités des contrats et les difficultés de renégociation ou les problèmes de garanties. Dans ce cas la réduction de l'accès au financement est créée par l'existence d'asymétries d'informations importantes. A cet effet, Betty *et al.* (2009) démontrent que la relation entre qualité du reporting financier et efficacité des décisions d'investissement est fortement atténuée par l'accès des apporteurs de ressources à une information privée ou à des possibilités directes de contrôler les entreprises sans recourir uniquement aux informations financières.

Les preuves empiriques de la relation sont nombreuses, Biddle *et al.* (2006 ; 2009) démontrent que la relation est valable selon la nature de l'inefficacité des investissements, mais reconnaissent que les contraintes de financement peuvent expliquer la relation. Ils utilisent alors trois indicateurs de mesure de qualité de l'information comptable. Les deux premiers concernent les *accruals* anormaux (modèle de Dechow et Dichev, 2002) et la troisième est une mesure directe de la transparence financière (Tang et Li, 2008). La revue de Roychowdhury *et al.* (2019) met en avant un consensus sur les effets bénéfiques de la transparence de l'information comptable pour l'amélioration des décisions d'investissement et la recherche de leur financement. A ce stade, quelle que soit l'étude, il n'y a pas de justification fournie au choix de la mesure de la qualité de l'information comptable qui serait la plus susceptible d'améliorer l'efficacité des investissements. En effet, la relation entre les choix d'investissements et les propriétés désirées de l'information comptable n'est pas directement

théorisée, les auteurs testent alternativement les mesures de la qualité de l'information à disposition.

Progressivement, l'utilisation de la prudence conditionnelle s'impose dans les études empiriques relatives aux choix d'investissement. En raison de son effet contraint sur la gestion des résultats, sa mise en œuvre permet aux managers de satisfaire les demandes des apporteurs de ressources dans l'élaboration des contrats (Bushman *et al.* 2011). En effet, l'enregistrement dans les comptes des mauvaises nouvelles (il manquait un mot) de façon anticipée combiné à des seuils plus exigeants de vérifiabilité de l'information pour l'enregistrement dans les comptes des bonnes nouvelles signale très rapidement un contexte d'investissement peu rentable dans les états financiers. Aussi une situation de sur-investissement ou de sous-investissement causée par un phénomène de sélection adverse ou un comportement d'aléa moral sera détecté plus rapidement dans les états financiers rendant cette propriété des résultats – la prudence conditionnelle – plus pertinente que d'autres pour contrôler/encadrer le comportement d'investissement des dirigeants. Cet enregistrement anticipé des pertes incite les entreprises à désinvestir au plus tôt lorsqu'un investissement s'avère moins rentable qu'anticipé ou à s'abstenir *ex ante* d'investir dans des projets à valeur actuelle nette (VAN) négative (Francis et Martin, 2010). Les pertes sont alors communiquées plus rapidement aux apporteurs de ressources et le marché sanctionne de façon plus rapide les entreprises minées par des problèmes d'agence ou d'aléa moral. Ils démontrent que la prudence conditionnelle est positivement associée à la profitabilité des investissements des firmes. Plus loin, Garcia Lara et al. (2016) montrent qu'au sein des firmes en situation de sous-investissement, celles qui présentent un degré de prudence conditionnelle plus élevé figurent parmi celles qui réussissent à investir davantage. Aussi, dans un contexte de rationnement du financement un *reporting* prudent prend toute sa valeur. Inversement, parmi les entreprises qui sont en situation de sur-investissement, celles dont les niveaux de prudence sont les plus élevés sont celles qui investissent le moins, car le coût de l'aléa moral est alors plus élevé.

Ce courant de recherche sur la prudence comptable concourt à mettre en valeur les avantages de la prudence conditionnelle dans des contextes extrêmes, tandis que ces derniers (préciser) tendent à être considérés comme acquis dans des situations où les conflits d'agence sont réduits. A cet égard, cette étude s'inspire directement de la présence présumée de niveaux d'investissement anormaux élevés dans les entreprises-cibles de LBO comme relatés par les travaux de Jensen (1986, 1989, 1993) mais aussi de cette idée d'analyser le rôle de la prudence

dans des contextes extrêmes de défaillance dans l'allocation des ressources. Nous discutons ces deux aspects dans la partie suivante afin de formuler nos hypothèses à l'égard de l'investissement et de la prudence dans le contexte des montages de LBO.

Dans les travaux de Jensen déjà cités, le succès des opérations de LBO à compter du milieu des années 80 s'impose parce que ces montages se présentent comme la seule solution face aux problèmes d'agence au sein des grandes entreprises américaines. L'auteur discute en 1989 de la perte progressive de contrôle des banques d'affaires sur les entreprises après l'adoption du *Glass Steagall Act* en 1933. Son article intitulé, *Eclipse of Public Corporation* montre toutes les attentes qui pèsent sur la capacité des LBO à annihiler les conflits d'agence en restaurant le rôle disciplinaire de la dette et à substituer massivement le financement par fonds propres publics par celle-ci.

Le recours au *private equity* et aux investisseurs actifs que constituent les fonds d'investissement se présente alors comme un traitement complémentaire à celui de la dette dans la création d'incitations fortes des managers à prendre des décisions d'investissement optimales et à adresser les problèmes d'efficacité de la gouvernance.

Dans notre première hypothèse, un tel changement dans la structure de financement est anticipé et a pour effet une augmentation de la prudence (Nikolaev, 2010) dans la période précédant le LBO. C'est le moyen de satisfaire les demandes des prêteurs à l'égard de la faisabilité du montage financier, et de rechercher la maximisation de l'effet de levier. Toutefois l'introduction des raisonnements relatifs à la relation entre prudence conditionnelle et efficience des investissements amène à penser que la relation entre prudence conditionnelle et recours au LBO pourrait être affectée par la situation des entreprises-cibles ayant des niveaux de sur-investissement ou de sous-investissement élevés avant l'opération. Une telle situation devrait être une généralité si l'on accepte le postulat que les LBO ont lieu avant tout dans un but de résoudre les problèmes de gouvernance là où d'autres procédés plus classiques ont pu échouer. Aussi, dans la période avant le LBO, la relation traditionnellement anticipée entre dette et prudence conditionnelle pourrait s'avérer plus complexe que le cas habituel d'un contrat de prêt en raison des incitations à la gestion du résultat. La recherche de littérature sur la relation entre dette et prudence conditionnelle n'a pas permis de recenser d'étude sur les LBO. Il y a donc un intérêt supplémentaire à celui de fournir un contexte d'incitations multiples sur la politique comptable, celui de trouver un contre-exemple à l'association conventionnellement reconnue entre prudence conditionnelle et investissement anormal.

En effet, si le rachat par effet de levier s'analyse comme une solution de dernier recours aux problèmes de gouvernance des entreprises cotées, cela pourrait signifier que la prudence conditionnelle n'a pas joué son rôle prévu par la théorie contractuelle à améliorer l'efficacité de la politique d'investissements des entreprises. La qualité du *reporting* financier des entreprises-cibles dans la période précédant le LBO est susceptible de ne pas répondre pas aux attentes des apporteurs de ressources créant une distorsion dans l'allocation du capital de ces firmes.

Le contexte de conflit d'agence et de sur-investissement dans des projets à valeur actuelle nette négative est par exemple étudié par Blanchard *et al.* (1994). Le recours à un retrait de cote sous la forme d'un LBO est généralement perçu comme un retrait de cote volontaire (Martinez et Serve, 2017) et implique qu'il s'agit du dernier recours pour redresser la situation financière des entreprises concernées. Si les problèmes d'agence n'ont pu être adressés par la gouvernance en place ou par des ajustements dans la qualité du *reporting* financier, nous anticipons que la relation entre investissement anormal et prudence conditionnelle soit dégradée dans la période précédant le LBO malgré une situation potentielle de sur-investissement ou sous-investissement. Nous testons donc ainsi l'hypothèse suivante :

H2 : Absence de relation entre sur-investissement ou sous-investissement et prudence conditionnelle pour les entreprises-cibles de LBO comparativement à celle des sociétés du groupe de contrôle.

Si la littérature présente traditionnellement les sociétés-cibles de LBO en situation de sur-investissement, nous n'excluons pas dans notre hypothèse que celles-ci puissent être également en situation de sous-investissement comme cela est discuté dans l'étude empirique de Boucly *et al.* (2011). Les auteurs démontrent dans le cas français que le LBO n'est pas nécessairement associé à une inefficacité de la gouvernance, mais plutôt à des difficultés d'accès au financement qui ne sont pas forcément d'ailleurs la résultante du comportement de l'entreprise ou des dirigeants, mais peuvent être liées aux conditions du marché. Les travaux d'Axelson *et al.* (2013) abondent dans ce sens en démontrant que les déterminants des opérations de LBO ne résident pas seulement dans les caractéristiques des firmes mais aussi dans les conditions macro-économiques qui affectent l'accès au financement par les entreprises en raison notamment de distorsions dans le coût du capital des entreprises. L'échantillon de LBO étudié par ces auteurs tend à valider l'hypothèse de la *market timing theory* (Baker et Wurgler, 2002), selon laquelle le mode de financement, par la dette ou les capitaux propres importe peu pour

les entreprises qui ne font qu'arbitrer entre le coût des sources de financement. Dans cette perspective, le LBO est présenté comme un moyen de profiter au maximum de l'opportunité d'un avantage comparatif de la dette relativement aux capitaux propres en opposition à la théorie du *pecking order* ou à la théorie de l'agence qui suggère un effet de substitution par le rôle exercé par la dette sur les décisions d'investissement. L'opposition entre ces différentes théories explicatives du LBO ne modifie pas notre hypothèse mais nous invite à considérer à la fois le cas du sous-investissement renseigné par le travail de Boucly *et al.* (2011) autant que le cas du sur-investissement dans la mesure où le montage de LBO ne sert alors que de procédé pour financer les opportunités de croissance des entreprises qui ne parviennent pas initialement à récolter les fonds nécessaires à leur croissance par des moyens traditionnels. Par ailleurs, les statistiques de Kaplan et Stromberg (2009) et d'Axelson *et al.* (2013) sur la structure des contrats de dette formés à l'occasion des montages de LBO suggère qu'une part conséquente de l'effet de levier est consacrée au financement d'investissements postérieurs à l'acquisition tendant à conforter l'idée de sous-investissement.

Pour conclure sur la relation supposée entre prudence conditionnelle et investissement anormal dans le contexte des LBO, remarquons que l'ensemble des études précitées n'envisagent que l'effet positif et unilatéral de la relation entre qualité du *reporting* financier et sous-investissement ou sur-investissement sans considérer que les décisions d'investissement ou de désinvestissements des firmes puissent être une forme de gestion réelle des résultats et affecter la qualité de l'information comptable (Mard, 2006). La manipulation dans le *timing* des investissements ou désinvestissements afin de bénéficier d'avantages contractuels à l'occasion de la levée de la dette qui finance le rachat est ici exclut. De telles pratiques peuvent cependant exister comme le suggère le travail empirique de Penman et Zang (2002) sur les réserves cachées et le *timing* des désinvestissements. De même, l'étude exploratoire de Graham *et al.* (2005) indique que les managers sont prêts à retarder des opportunités d'investissements à valeur actuelle nette positive ou à liquider des investissements pourtant rentables en vue d'améliorer les résultats à court terme. Aussi la relation inverse entre manipulation dans les décisions d'investissement et effet sur la qualité du *reporting* financier n'est guère envisagée dans les travaux de recherche.

III] Méthodologie et Echantillon

Au-delà des interactions mécaniques et conceptuelles entre prudence et gestion du résultat discutées précédemment, la question méthodologique de l'influence réciproque de ces construits statistiques est également un défi pour les mesures respectives de ces principaux indicateurs de la qualité des résultats (Dechow *et al.* 2010). Trois procédés ont été employés dans la littérature pour atteindre cet objectif. Garcia Lara *et al.* (2005) utilisent la mesure Basu (1997) sur un résultat épuré des *accruals* anormaux dans le cadre de comparaisons internationales. Ball et Shivakumar (2006) introduisent des variables binaires pour contrôler l'état de la performance des entreprises dans la mesure des *accruals* anormaux. Plus récemment Garcia Lara *et al.* (2020) recourent à un système d'équations récursives. A ce sujet deux remarques peuvent être exposées. D'une part, les travaux empiriques recensés sur ces indicateurs de la qualité de l'information comptable n'ont guère mobilisé ces innovations méthodologiques malgré les biais relativement reconnus qu'entraîne par exemple la prudence sur le risque d'erreur de classification des *accruals* anormaux. D'autre part, ces biais sont naturellement exacerbés lorsqu'on travaille sur des échantillons dont les entreprises sont en détresse financière ou en ralentissement économique, comme cela est volontairement le cas dans notre étude portant sur les LBO et MBO. Rappelons que quel que soit l'indicateur de qualité de l'information comptable, l'efficacité de sa mesure statistique repose sur sa capacité à capturer l'effet du système d'information sur les nombres comptables en le séparant de l'effet d'un changement dans la performance fondamentale (Dechow *et al.* 2010).

A] Mesure de la prudence conditionnelle

Dans l'objectif d'étudier les comportements de prudence sur une période suffisamment longue pour capturer les caractéristiques structurelles de la qualité de l'information comptable mais sans réduire de façon significative la taille de l'échantillon de transactions, nous requerrons une mesure firme-année sur 3 ans de la prudence conditionnelle. Parmi les mesures disponibles, seuls le score de Khan et Watts (2009) et le score reposant sur un modèle VAR (Callen *et al.* 2010) sont en mesure de répondre à nos attentes. Un modèle VAR exige cependant une profondeur de données que nous ne sommes pas certains de pouvoir alimenter. Aussi la mesure de Khan et Watts nous semble la plus appropriée pour répondre à ce double objectif :

$$X_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + R_{i,t}(\mu_0 + \mu_1 Size_{i,t} + \mu_2 MTB_{i,t} + \mu_3 Lev_{i,t}) + D_{i,t} R_{i,t}(\lambda_0 + \lambda_1 Size_{i,t} + \lambda_2 MTB_{i,t} + \lambda_3 Lev_{i,t}) + (\delta_0 Size_{i,t} + \delta_1 MTB_{i,t} + \delta_2 Lev_{i,t} + \delta_3 D_{i,t} Size_{i,t} + \delta_4 D_{i,t} MTB_{i,t} + \delta_5 D_{i,t} Lev_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

Nous déterminons ainsi deux scores capturant l'effet des mauvaises nouvelles et leurs reconnaissances anticipées dans les pertes (C-Score) et le retard dans la reconnaissance des bonnes nouvelles (G-Score) :

$$G - Score = \mu_0 + \mu_1 Size_{i,t} + \mu_2 MTB_{i,t} + \mu_3 Lev_{i,t}$$

$$C - Score = \lambda_0 + \lambda_1 Size_{i,t} + \lambda_2 MTB_{i,t} + \lambda_3 Lev_{i,t}$$

Avec :

- $X_{i,t}$, le résultat net rapporté à la capitalisation boursière de début de période ;
- $D_{i,t}$, une variable binaire égale à 1 si le résultat est négatif, 0 sinon ;
- $Size_{i,t}$, le logarithme de la capitalisation boursière ;
- $MTB_{i,t}$, le rapport entre capitalisation boursière et valeur comptable des capitaux propres ;
- $Lev_{i,t}$, l'endettement brut ;
- SIC , des effets fixes industries ;

La prudence conditionnelle est calculée au plus large de l'échantillon disponible en incorporant les entreprises potentiellement candidates au groupe de contrôle et les entreprises-cibles de LBO sur la période 2005-2019. Plusieurs revues de littérature ont relevé l'absence de travaux en ce qui concerne la reconnaissance différée des bonnes nouvelles et les effets de l'exigence de la vérifiabilité des produits ce qui justifie de conserver dans l'analyse le G-Score. Les résultats des régressions transversales de Basu sont présentés en annexe 1.

B] Mesure de l'investissement anormal

L'investissement anormal est mesuré en utilisant les résidus de la régression mettant en relation les cash-flows liés à l'investissement et les variables retardées capturant les fondamentaux économiques des firmes susceptibles d'expliquer le niveau d'investissement et de désinvestissement d'une entreprise. A cet effet nous mobilisons le modèle déjà utilisé par André *et al.* (2014) :

$$CFI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFI_{i,t-1} + \alpha_2 Growth_{i,t-1} + \alpha_3 Size_{i,t-1} + \alpha_4 MTB_{i,t-1} + \alpha_5 Lev_{i,t-1} \\ + \alpha_6 PPE_{i,t-1} + \alpha_7 Cash_{i,t-1} + \alpha_8 Loss_{i,t-1} + SIC + \varepsilon_{t+1}$$

Où :

- CFI représentent les flux de trésorerie liés à l'investissement ;
- $Growth$ représente le taux de croissance des ventes ;

- *Size*, le logarithme de la capitalisation boursière ;
- *MTB*, le market-to-book ratio ;
- *Lev*, le taux d'endettement brut de la firme ;
- *PPE*, la part des immobilisations brutes dans le total de l'actif ;
- *CFO*, le rapport entre les flux de trésorerie d'exploitation et le chiffre d'affaires ;
- *Cash*, le rapport entre la trésorerie et les immobilisations brutes ;
- *Loss*, une variable binaire égale à 1 si le résultat de l'exercice est une perte, 0 sinon ;

L'investissement anormal est mesuré comme la valeur absolue des résidus de cette régression en coupe transversale exécutée sur la période d'étude de l'échantillon 2005-2019. En effet, si les premiers travaux sur les déterminants des LBO et MBO (Jensen, 1993) expliquent le LBO ou MBO comme une réaction au conflit d'agence entre dirigeants et actionnaires susceptible de manifester des excès de diversification et du sur-investissement, les travaux de Boucly *et al.* (2011) montrent que les montages de LBO ont également lieu afin de lever les contraintes sur l'accès aux financements à des entreprises dotées d'opportunités de croissance mais ne parvenant pas à se financer. Nous nous intéressons donc autant au sur-investissement qu'au sous-investissement.

C] Mesure de la gestion des résultats

Afin d'améliorer la robustesse de nos résultats est de déterminer si les changements dans la prudence conditionnelle des entreprises-cibles de LBO peuvent être imputés à des pratiques de gestion des résultats, nous ré-utilisons les différentes mesures de la gestion des *accruals* s'appuyant sur les modèles de Jones modifié (1995) et de Kothari *et al.* (2005). Le modèle de Kothari est modifié par l'incorporation de variables binaires sur les flux de trésorerie d'exploitation afin de tenir compte du biais lié à l'impact de la reconnaissance asymétrique des pertes sur la mesure des *accruals* anormaux.

L'échantillon de transaction est ensuite scindé en deux groupes afin de discerner les entreprises agressives dans leurs résultats de celles gérant à la baisse leurs résultats afin d'analyser l'évolution de la prudence.

D] Echantillon et groupe de contrôle

Afin d'étudier l'évolution comparée de la prudence conditionnelle sur la période précédant le LBO, un groupe de contrôle sur *FactSet* est constitué en récoltant les données comptables et

financières des entreprises cotées aux Etats-Unis sur la période 2006-2019 sur les secteurs (classification SIC à 2 chiffres) ayant fait l'objet d'une transaction de LBO. Le score de prudence comme l'investissement anormal sont mesurés au plus large de l'échantillon disponible avant application des critères de sélection ci-dessous utilisés pour assurer la comparaison.

Chaque entreprise-cible doit pouvoir être comparée sur 3 ans et nous élaborons dans un premier temps – au plus large des données disponibles – 12 groupes de contrôle sur 3 ans correspondant à chaque année-fiscale de transaction. Pour les entreprises-cibles, les années fiscales sont prises en référence, nous utilisons la dernière date de clôture avant la date d'annonce de transaction. A titre d'exemple, une entreprise-cible ayant annoncé une transaction l'année t peut avoir son dernier rapport annuel en t , en $t-1$, voire en $t-2$ dans les cas où la société a changé de date de publication de son rapport annuel lors du retrait de cote. Aussi, le groupe de contrôle est constitué en rapport avec ces années-fiscales.

A ce stade, les tailles des échantillons de transactions et des groupes de contrôle étant peu proportionnées pour mobiliser une régression logistique nous intégrons la taille, mesurée par le total de l'actif de l'année $N-1$, comme critère de sélection pour réduire le groupe de contrôle. Chaque entreprise-cible est alors assortie avec les entreprises dont l'ordre de grandeur de l'actif est comparable. Nous ne fixons pas de nombre minimum, ni de nombre maximum de sociétés de contrôle par entreprise-cible afin de conserver un nombre raisonnable de transactions. Malgré cela 3 sociétés-cibles ne disposent pas de comparables et sont exclues de l'échantillon de transactions. Le groupe de contrôle est alors constitué de 1391 entreprises, ou 4173 firmes-années.

Nous recourons ensuite à un score de propension pour sélectionner les entreprises-cibles au groupe de contrôle. Chaque entreprise-cible est alors associée à une entreprise dont l'ordre de grandeur de l'actif est le plus proche et ensuite dont la probabilité de faire l'objet d'une transaction de LBO est la plus élevée. Nous recourons à la régression logistique suivante pour sélectionner l'entreprise comparable. Dans le but d'éviter les effets d'une potentielle manipulation qui précéderait la transaction, les régressions logistiques sont exécutées sur chaque année fiscale qui précède le dernier exercice fiscal avant la date d'annonce de la transaction afin d'éviter l'année de manipulation, c'est-à-dire couvrant la période 2006-2018 :

$$LBO = y_0 + y_1 Loss_{i,t} + y_2 StdRoA_{i,t} + y_3 Smooth_{i,t} + y_4 CapInt_{i,t} + y_5 Maturity_{i,t} + y_6 Growth_{i,t} + y_7 Lev_{i,t} + y_8 Cash_{i,t} + y_9 MTB_{i,t} + y_{10} Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Avec :

- $Loss_{i,t} = 1$ si l'entreprise a rencontré une perte en $t-1$, 0 sinon ;
- $StdRoA_{i,t}$ correspond à l'écart-type de la rentabilité des actifs mesuré sur quatre ans ;
- $Smooth_{i,t}$ le degré de lissage des résultats relativement aux flux de trésorerie ;
- $CapInt_{i,t}$ l'intensité capitalistique de l'entreprise ;
- $Maturité_{i,t}$, le niveau de maturité des actifs de long terme de l'entreprise ;
- $Growth_{i,t}$, le taux de variation du chiffre d'affaires entre $t-1$ et t ;
- $Lev_{i,t}$ l'endettement brut de la société ;
- $Cash_{i,t}$, le ratio de liquidité absolue de l'entreprise ;
- $MTB_{i,t}$, le market-to-book ratio comme précédemment défini ;
- $Size_{i,t}$, le log de la capitalisation boursière ;

Les variables sélectionnées pour construire le groupe de contrôle définitif repose sur les résultats de la littérature en finance en matière de compréhension des déterminants individuels des opérations de LBO. Les variables relatives à la perte et à la croissance capturent les fondamentaux économiques des entreprises souvent en ralentissement ou en déclin dans l'échantillon conformément au profil-cible des sociétés décrites dans la théorie des *free cash-flows* de Jensen (1986). Les sociétés sélectionnées étant matures considérées en difficultés financières ou en ralentissement économique sont susceptibles de rencontrer des pertes lors de l'exercice précédant la transaction ou des réductions de chiffre d'affaires. Les cibles potentielles de LBO doivent pouvoir proposer des flux de trésorerie et des résultats prévisionnels stables afin de négocier un effet de levier qui soit le plus élevé possible lors du rachat et de garantir la sécurité des remboursements d'emprunts. Aussi un degré de lissage des résultats élevé est traditionnellement incorporé dans les caractéristiques des entreprises cibles de LBO. L'intensité capitalistique et la maturité des actifs de long terme sont des ratios qui capturent à la fois l'absence de nécessité de renouvellement des investissements et le fait que les entreprise-cibles doivent proposer des garanties importantes sur la valeur des actifs. Enfin, il est attendu que les société-cibles soient peu endettées afin de permettre l'endettement le plus élevé possible dans la holding de reprise. Elles doivent également disposer de liquidités abondantes afin de faire l'objet d'un rachat avec effet de levier.

La pertinence de recourir à un score de propension repose sur l'hypothèse que les variables d'intérêt, la prudence conditionnelle et l'investissement anormal, ne sont pas fortement corrélées avec les variables utilisées dans la régression logistique afin de ne pas estomper des

différences pertinentes entre les variables d'intérêt pour chaque groupe. Aussi nous avons choisi de ne pas introduire l'investissement anormal - qui sera étudié postérieurement - ni un score de gouvernance dont la littérature a montré qu'une relation forte existait avec la prudence conditionnelle.

Après constitution du groupe de contrôle, l'échantillon des transactions est alors composé de 133 transactions de LBO/MBO. Le nombre d'entreprises retirées en raison de leurs capitaux propres négatifs est très faible (3) et peu susceptible d'influencer nos résultats en créant un biais de sélection (Tableau 1). Le Tableau 2 récapitule l'évolution de la taille de l'échantillon du groupe de contrôle pour chaque étape de notre étude. Nous parvenons à conserver un ratio moyen d'environ 10 entreprises pour chaque société-cible, comparable aux études déjà existantes sur les LBO (Mao et Reneboog, 2013).

L'annexe 2 retrace les caractéristiques de l'échantillon final de transactions. La dispersion dans les valeurs des entreprises-cibles est élevée et incorpore à la fois des petites entreprises d'une valeur de 2,72 millions à 14 438 millions de dollars pour les plus grosses transactions. Si la transaction moyenne est de 1,249 milliard de dollars, la médiane est nettement plus faible à 382,15 millions de dollars.

E] Etude de la relation entre investissement anormal et prudence

Afin de déterminer si le profil des entreprises-cibles de LBO diffère significativement du groupe de contrôle à l'égard des niveaux de sous-investissement et sur-investissement nous régressons les scores de prudence sur le niveau d'investissement anormal mesuré en valeur absolue, à la fois pour le groupe de contrôle et pour le groupe de LBO sur les 3 années précédant la transaction :

$$Abn.Inv._i = \beta_0 + \beta_1 CScore_i + \beta_2 GScore_i + \varepsilon_i$$

Nous proposerons également les résultats de cette régression en incorporant les variables de gestion comptable et réelle du résultat pour les entreprises-cibles de LBO pour lesquelles les données suffisantes sont disponibles (117 sociétés).

Nous comparons ensuite les paramètres de ces régressions pour les deux échantillons, transactions et groupe de contrôle.

Tableau 1: Echantillon des transactions de LBO et MBO

	LBO	MBO	Total
Transactions recensées entre 2008 et 2021	247	13	260
Suppression firmes du secteur financier	13	2	15
Indisponibilité données comptables	62	4	66
<i>Total</i>	<i>172</i>	<i>7</i>	<i>179</i>
Indisponibilité des données de marché	39	0	39
Firmes à Capitaux propres négatifs	3	0	3
<i>Total</i>	<i>130</i>	<i>6</i>	<i>136</i>
Absence de groupe de contrôle	3	0	3
<i>Total échantillon</i>	<i>127</i>	<i>6</i>	<i>133</i>

Tableau 2 : Effectifs du groupe de contrôle

Secteurs	Investissement anormal	Prudence conditionnelle	Sélection par la taille	Sélection par le PSM
	<i>En firmes-années</i>		<i>En firmes</i>	
Agriculture, exploitation, construction (1XXX)	2555	1801	26	3
Industrie manufacturière (2XXX et 3XXX)	6337	12963	546	50
Transports et communication (4XXX)	11856	2781	96	9
Commerce de Gros (5XXX)	4104	3124	160	19
Services (7XXX)	4552	4208	423	40
Autres Services (8XXX)	6050	1607	140	12
Total	35454	26484	1391	133

IV] Résultats

Nous commençons dans un premier temps par exposer les résultats relatifs à la construction de l'échantillon de contrôle et à l'étude du G-Score et du C-Score puis nous croisons nos résultats en étudiant les corrélations entre les niveaux de prudence avec les *accruals* anormaux pour le groupe de LBO. Nous terminons par étudier la relation entre prudence et investissement anormal.

A] Statistiques descriptives

Nous présentons dans un premier temps les résultats relatifs à la sélection du groupe de contrôle avant d'étudier l'évolution des scores de prudence.

A.1] Sélection de l'échantillon de contrôle

Le tableau 3 propose de comparer les statistiques descriptives du groupe de contrôle avant la sélection par le score de propension sur un ratio de 1:1, puis le tableau 4 présente les statistiques descriptives après le recours au PSM sur les 3 années précédant la transaction. Les statistiques utilisées sont celles à $t-1$ de la transaction pour ôter l'année de manipulation.

Tableau 3 : Statistiques descriptives moyennes 2008-2018

Echantillon	LBO				
	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Q1	Q3
<i>Std RoA</i>	0,071	0,037	0,093	0,023	0,073
<i>Maturity</i>	0,944	0,562	1,018	0,303	1,202
<i>Smoothing</i>	1,626	1,163	1,495	0,738	1,931
<i>Leverage</i>	0,614	0,239	1,023	0,060	0,607
<i>Absolute Cash Ratio</i>	0,655	0,447	0,677	0,196	0,865
<i>Capital Intensity</i>	0,676	0,564	0,668	0,344	0,766
<i>Market-to-book Ratio</i>	2,199	1,795	1,609	1,143	2,714
<i>Loss</i>	0,351	0,231	0,475	0,000	0,673
<i>Size</i>	2,378	2,417	0,711	1,947	2,798
<i>Growth</i>	0,056	0,038	0,176	-0,019	0,129
<i>Anormal Inv</i>	0,080	0,050	0,077	0,029	0,105

	Groupe de contrôle (N=1391)				
	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Q1	Q3
<i>Std RoA</i>	0,069	0,035	0,105	0,015	0,083
<i>Maturity</i>	0,936	0,531	1,178	0,257	1,146
<i>Smoothing</i>	1,469	0,899	1,916	0,531	1,625
<i>Leverage</i>	0,353	0,177	0,466	0,005	0,52
<i>Absolute Cash Ratio</i>	1,042	0,534	1,623	0,199	1,171
<i>Capital Intensity</i>	1,612	0,52	7,835	0,287	0,925
<i>Market-to-book Ratio</i>	2,582	2,065	1,982	1,281	3,281
<i>Loss</i>	0,316	0	0,463	0	0,846
<i>Size</i>	2,529	2,538	0,821	1,952	3,077
<i>Growth</i>	0,124	0,062	0,516	-0,023	0,173
<i>Anormal Inv</i>	0,078	0,049	0,087	0,025	0,097

Les variables discriminantes de l'échantillon d'entreprises-cibles du groupe de contrôle sont le taux de croissance, le niveau d'endettement, le niveau de liquidité absolue, l'intensité capitalistique et le MTB. La croissance des ventes des entreprises-cibles est en moyenne en diminution sur les trois années qui précèdent la transaction de 12,1% à 3,5% tandis qu'elle augmente pour le groupe de contrôle. Les entreprises-cibles ne sont toutefois pas davantage en perte. Les niveaux de sur-investissement et sous-investissements mesurés sont comparables bien qu'ils tendent à augmenter légèrement dans l'échantillon de contrôle et avec une dispersion plus faible. Le niveau d'endettement brut des entreprises-cibles est stable et en moyenne significativement plus élevé que celui du groupe de contrôle. Les niveaux de liquidité sont aussi plus faibles sur la période démontrant une plus grande vulnérabilité des entreprises-cibles. Avec ces évolutions contrastées sur les fondamentaux économiques, le degré de lissage des résultats des entreprises-cibles (1,84) apparaît légèrement plus faible que le groupe de contrôle l'année qui précède la transaction et tend à augmenter entre N-1 et N. Notons que ce changement dans le degré de lissage peut s'expliquer par une plus grande gestion du résultat tandis que le niveau de prudence conditionnel peut être considéré comme largement indépendant de celui du lissage (Gassen *et al.* 2006). Notre mesure du risque, l'écart-type du RoA et la maturité ne contribuent pas à discriminer efficacement les entreprises-cibles du groupe de transaction.

Tableau 4 : Statistiques descriptives par date de transaction (GC = 133 entreprises)

<i>Année N</i>	LBO					GC				
	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Q1	Q3	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Q1	Q3
<i>Std RoA</i>	0,069	0,032	0,099	0,014	0,075	0,064	0,034	0,081	0,018	0,078
<i>Maturity</i>	1,116	0,544	2,088	0,262	1,459	0,910	0,630	0,964	0,300	1,070
<i>Smooth</i>	1,841	1,057	2,624	0,654	2,206	1,728	0,986	2,264	0,540	1,844
<i>Lev</i>	0,666	0,143	1,426	0,000	0,718	0,437	0,243	0,512	0,006	0,685
<i>Absolute Cash Ratio</i>	0,638	0,386	0,746	0,152	0,956	0,836	0,412	1,254	0,196	0,936
<i>Capital Intensity</i>	0,716	0,575	1,112	0,324	0,829	0,783	0,502	1,245	0,308	0,829
<i>Market-to-book Ratio</i>	2,157	1,586	1,806	1,106	2,537	2,316	1,593	1,887	0,972	3,254
<i>Loss</i>	0,316	0,000	0,467	0,000	1,000	0,301	0,000	0,460	0,000	1,000
<i>Size</i>	2,318	2,330	0,858	1,928	2,916	2,450	2,529	0,857	1,814	3,077
<i>Growth</i>	0,035	0,044	0,183	-0,052	0,117	0,057	0,020	0,560	-0,092	0,088
<i>Anormal Inv</i>	0,071	0,046	0,085	0,020	0,073	0,070	0,042	0,086	0,021	0,069

<i>Année N-1</i>	LBO					GC				
	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Q1	Q3	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Q1	Q3
<i>Std RoA</i>	0,069	0,032	0,106	0,016	0,065	0,064	0,035	0,067	0,015	0,084
<i>Maturity</i>	0,966	0,502	1,083	0,228	1,282	0,894	0,567	0,968	0,313	1,061
<i>Smooth</i>	1,739	1,046	2,254	0,589	2,017	1,587	0,977	2,062	0,503	1,817
<i>Lev</i>	0,670	0,163	1,589	0,000	0,769	0,417	0,234	0,511	0,015	0,576
<i>Absolute Cash Ratio</i>	0,637	0,413	0,747	0,171	0,850	0,727	0,420	0,994	0,139	0,862
<i>Capital Intensity</i>	0,681	0,568	1,011	0,307	0,785	0,739	0,518	1,082	0,308	0,727
<i>Market-to-book Ratio</i>	2,268	1,689	1,984	1,067	2,668	2,431	2,001	2,089	1,032	2,984
<i>Loss</i>	0,346	0,000	0,477	0,000	1,000	0,331	0,000	0,472	0,000	1,000
<i>Size</i>	2,378	2,394	0,754	1,816	2,980	2,460	2,519	0,823	1,812	2,990
<i>Growth</i>	0,065	0,055	0,188	-0,043	0,160	0,076	0,050	0,329	-0,013	0,118
<i>Anormal Inv</i>	0,076	0,042	0,095	0,020	0,095	0,066	0,042	0,081	0,019	0,078

Année N-2	LBO					GC				
	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Q1	Q3	Moyenne	Médiane	Ecart-Type	Q1	Q3
<i>Std RoA</i>	0,068	0,035	0,098	0,016	0,076	0,070	0,041	0,076	0,017	0,099
<i>Maturity</i>	0,981	0,495	1,135	0,224	1,301	0,946	0,585	1,259	0,256	1,078
<i>Smooth</i>	1,587	0,920	2,075	0,498	1,640	1,589	0,976	2,017	0,537	1,876
<i>Lev</i>	0,676	0,201	2,124	0,000	0,614	0,416	0,274	0,479	0,019	0,599
<i>Absolute Cash Ratio</i>	0,709	0,501	0,860	0,200	0,874	0,744	0,518	0,940	0,163	0,964
<i>Capital Intensity</i>	0,690	0,568	1,063	0,304	0,829	0,890	0,480	2,371	0,251	0,740
<i>Market-to-book Ratio</i>	2,364	1,625	2,295	1,093	2,640	2,512	1,951	2,057	1,103	3,216
<i>Loss</i>	0,338	0,000	0,475	0,000	1,000	0,353	0,000	0,480	0,000	1,000
<i>Size</i>	2,402	2,432	0,736	1,936	2,912	2,479	2,486	0,784	1,768	3,053
<i>Growth</i>	0,121	0,066	0,305	-0,004	0,160	0,071	0,048	0,273	-0,015	0,140
<i>Anormal Inv</i>	0,078	0,047	0,096	0,022	0,081	0,070	0,038	0,110	0,015	0,069

L'annexe 3 présente les résultats de la régression logistique pour l'année N-1 sur la période 2008-2018, les résultats montrent des pseudo R2 entre 0.0805 et 0.3882 pour une moyenne de 0,2073 démontrant une capacité raisonnable à s'appuyer sur ce modèle logistique pour élaborer le groupe de contrôle.

Enfin, nous présentons par secteur la qualité du rapprochement entre avant et après l'utilisation du PSM à l'aide du tableau 5, décliné par secteur.

Tableau 5 : Score de propension

Secteur	Transactions	Actif moyen LBO	Groupe de contrôle avant matching			Groupe de contrôle après matching		
			Nb	Actif moyen	P(log)	Nb	Actif moyen	P(log)
1000	3	299,9	26	646,8	0,0647	3	130,7	0,2035
2000	13	662,5	134	2 183,7	0,0740	13	887,9	0,2117
3000	37	436,5	412	576,6	0,0874	37	651,1	0,2922
4000	9	3 129,7	96	10 016,7	0,1061	9	5 412,6	0,4161
5000	19	1 207,9	160	2 483,5	0,0818	19	1 702,7	0,2448
7000	40	922,5	423	1 079,5	0,0832	40	821,8	0,2589
8000	12	341,6	140	1 077,3	0,0891	12	1 602,1	0,3028
Total	133	885,6	1391	1 806,9	0,0852	133	1 272,1	0,2749

Nous observons une nette amélioration de la qualité du groupe de contrôle en utilisant la probabilité prédite de LBO pour un score de propension final de 0,2749 contre 0,0852 sur le groupe de contrôle sélectionné sur le seul critère de la taille.

Ensuite les principaux résultats sur la variation des scores de prudence sur la période N-2 à N sont présentés, en incorporant les deux groupes de contrôle ainsi constitués à l'aide du tableau 6.

Tableau 6 : Evolution comparée de la prudence
Score de prudence sur la période N-2 à N-1 avant la transaction

Echantillon de LBO

N=133	N-2		N-1		N	
	C_Score	G_Score	C_Score	G_Score	C_Score	G_Score
Moyenne	0,024	0,283	0,037	0,270	0,022	0,254
Q1	-0,044	-0,130	-0,035	-0,094	-0,040	-0,111
Médiane	0,013	0,027	0,014	0,050	0,014	0,023
Q3	0,066	0,247	0,077	0,247	0,059	0,298
Ecart-Type	0,159	1,010	0,198	1,052	0,301	0,923
Min	-0,545	-1,324	-0,794	-1,459	-1,346	-2,323

<i>Max</i>	0,797	5,262	1,247	7,008	2,237	5,288
------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Echantillon de contrôle large

N=1391	N-2		N-1		N	
	C_Score	G_Score	C_Score	G_Score	C_Score	G_Score
<i>Moyenne</i>	0,019	0,272	0,026	0,186	0,023	0,209
<i>Q1</i>	-0,035	-0,103	-0,028	-0,144	-0,034	-0,111
<i>Médiane</i>	0,009	0,031	0,018	0,015	0,007	0,026
<i>Q3</i>	0,061	0,242	0,075	0,199	0,082	0,159
<i>Ecart-Type</i>	0,116	1,004	0,138	0,868	0,145	1,007
<i>Min</i>	-0,717	-3,082	-0,895	-2,364	-1,070	-2,842
<i>Max</i>	0,706	9,882	0,523	8,849	0,826	10,358

Echantillon de contrôle réduit

N=133	N-2		N-1		N	
	C_Score	G_Score	C_Score	G_Score	C_Score	G_Score
<i>Moyenne</i>	0,014	0,341	0,007	0,171	0,029	0,210
<i>Q1</i>	-0,079	0,345	-0,105	0,177	-0,120	0,216
<i>Médiane</i>	0,009	0,037	0,018	0,032	0,005	0,025
<i>Q3</i>	0,064	0,231	0,066	0,285	0,087	0,173
<i>Ecart-Type</i>	0,111	1,281	0,129	0,665	0,134	0,910
<i>Min</i>	-0,520	-1,939	-0,476	-1,730	-0,461	-1,939
<i>Max</i>	0,371	9,882	0,432	3,239	0,397	5,567

La dispersion du C-Score et du G-Score du groupe de transaction est légèrement inférieure à celle du groupe de contrôle sur l'ensemble de la période. Nous observons également une stabilité de la reconnaissance des pertes (C-Score) sur les transactions de LBO entre N-2 et N sur la moyenne et la médiane. Cette stabilité est observée sur le groupe de contrôle tandis que les différences ne sont pas significatives. La reconnaissance des bonnes nouvelles (G-Score) est quant à elle supérieure à celle du groupe de contrôle réduit sur les années N-1 et N. Dans l'ensemble l'hypothèse selon laquelle le niveau de prudence des firmes serait supérieur à celui d'entreprises comparables est partiellement validée.

B] Relation entre prudence et gestion du résultat

Pour poursuivre les résultats, nous vérifions si les entreprises détectées comme pratiquant de la gestion à la hausse des résultats avant la transaction de LBO sont celles qui connaissent un relâchement de leur niveau de prudence. Inversement, nous vérifions pour l'échantillon de LBO si les entreprises qui pratiquent une gestion à la baisse des résultats dans une approche de *big*

bath accounting à l'aide des corrélations. Les entreprises détectées comme étant agressives dans leur gestion comptable du résultat sont celles pour lesquelles le changement moyen dans les *accruals* anormaux sur les deux exercices précédant la transaction est positif (Tableau 7). L'échantillon est ainsi partitionné en deux, entre les entreprises agressives et les entreprises conservatrices.

Tableau 4 : Table de corrélation entre les scores de prudence et les mesures de la gestion comptable des résultats

	N		N-1	
	C_Score	G_Score	C_Score	G_Score
<i>Echantillon total</i>				
<i>Investissement Anormal</i>	0.1117	-0.0149	-0.0321	0.0242
<i>Mesure Jones modifié</i>	0.0051	0.1730	-0.2154	-0.0113
<i>Mesure Kothari et al.</i>	0.0137	0.2292	-0.1985	-0.1044
<i>Mesure de Ball et Sivakumar</i>	-0.0248	0.2030	-0.1993	-0.1163
<i>Mesure modifiée de B et S</i>	-0.0080	0.0695	0.0047	0.0259
<i>Abn_Sales</i>	0.0134	0.0223	-0.0850	-0.0312
<i>Abn_Cog</i>	0.0371	0.0789	-0.0461	-0.0839
<i>Abn_DX</i>	0.0238	0.0174	-0.0214	-0.0432
<i>Entreprises conservatrices</i>				
<i>Investissement Anormal</i>	0.1866	-0.0733	-0.0787	0.0275
<i>Mesure Jones modifié</i>	0.0062	0.1219	-0.1942	-0.1057
<i>Mesure Kothari et al.</i>	0.0485	0.1022	-0.1483	-0.1529
<i>Mesure de Ball et al.</i>	0.0613	0.0708	-0.1448	-0.1621
<i>Mesure modifiée de B et S</i>	-0.0230	-0.0196	0.0642	0.0381
<i>Abn_Sales</i>	0.0847	0.0415	-0.0736	-0.0935
<i>Abn_Cog</i>	-0.0044	0.1797	-0.0056	-0.1044
<i>Abn_DX</i>	0.0303	0.0369	-0.0316	-0.0368
<i>Entreprises agressives</i>				
<i>Investissement Anormal</i>	0.0090	0.0443	0.2201	0.0099
<i>Mesure Jones modifié</i>	-0.0786	0.1131	-0.2254	-0.0320
<i>Mesure Kothari et al.</i>	-0.1450	0.2973	-0.1757	-0.0127
<i>Mesure de Ball et al.</i>	0.2966	0.2425	-0.1979	-0.0641
<i>Mesure modifiée de B et S</i>	0.0036	0.1071	0.0169	-0.1068
<i>Abn_Sales</i>	-0.0711	0.0895	-0.2112	0.2375
<i>Abn_Cog</i>	0.1381	-0.0736	-0.1184	-0.0653
<i>Abn_DX</i>	-0.0470	-0.0403	0.0281	-0.1577

Nous observons qu'en moyenne sur l'intégralité de l'échantillon le signe de la corrélation entre le C-Score ou le G-Score et la gestion des résultats est négatif en N-1 et s'inverse pour les *accruals* anormaux calculés selon les modèles de Jones modifié et de Kothari *et al.* entre N et N-1. Les corrélations sont cependant très faibles pour le C-Score. La corrélation entre notre

modèle modifié de Ball et Shivakumar qui incorpore une variable dichotomique sur le signe du changement dans les *cash-flows* opérationnels est très faible sur la période pour les deux mesures de prudence. L'analyse fait ressortir en moyenne un changement dans la prudence par l'intermédiaire du G-Score plutôt que du C-Score, l'effet est plus net pour les entreprises identifiées comme agressives

Globalement, cet inversement dans le signe des corrélations sur le G-Score tend à confirmer le phénomène conjoncturel d'un infléchissement conséquent dans la politique comptable des entreprises l'année qui précède le rachat. Les nouvelles positives pour la performance de l'entreprise tendent à être repoussées davantage, suggérant que les firmes souhaitent améliorer leur performance dans la période postérieure au rachat. Il y a toutefois moins de comportements consistant à accélérer la reconnaissance des pertes dans la période antérieure au rachat pour ne pas dégrader davantage les fondamentaux des firmes.

C] Relation entre investissement anormal et prudence

Le tableau 8 présente les résultats de l'estimation de l'investissement anormal sur les années 2005 à 2019. Les résultats des coupes transversales montrent une estimation relativement fiable de l'investissement anormal avec un R^2 moyen à 17,69. Les variables les plus significatives sont la part des immobilisations corporelles dans l'actif, l'identification des pertes et le MTB à partir de 2012.

Tableau 8 : Estimation de l'investissement anormal

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Previous_Cfi	1.0791 (0.8915)	0.2087*** (0.0607)	0.2618** (0.1029)	-0.1276 (0.0859)	-0.0349 (0.1763)	-0.1761 (0.2641)	-0.1209 (0.1992)
Growth	-0.0039 (0.0368)	-0.0228 (0.0172)	-0.0063*** (0.0020)	-0.0313*** (0.0108)	-0.0295 (0.0230)	0.0316 (0.0197)	-0.0042 (0.0139)
Size	0.0186 (0.0283)	0.0013 (0.0174)	-0.0001 (0.0108)	-0.0089 (0.0134)	-0.0240** (0.0098)	-0.0047 (0.0113)	-0.0119* (0.0070)
MTB	-0.0137 (0.0113)	-0.0147*** (0.0054)	0.0013 (0.0038)	-0.0017 (0.0046)	-0.0060 (0.0044)	-0.0164*** (0.0052)	-0.0027 (0.0027)
Gross_Leverage	0.0335 (0.0565)	0.0028 (0.0304)	0.0111 (0.0158)	-0.0309* (0.0164)	0.0143 (0.0109)	0.0187* (0.0101)	0.0144 (0.0126)
PPE	-0.2695*** (0.0961)	-0.0730 (0.0530)	-0.0821*** (0.0243)	-0.0551* (0.0282)	-0.0575*** (0.0208)	-0.0213 (0.0230)	-0.0387** (0.0152)
CFO	-0.0276 (0.0612)	-0.0145*** (0.0038)	-0.0051 (0.0033)	-0.0006 (0.0007)	-0.0033 (0.0031)	-0.0479*** (0.0134)	-0.0082 (0.0098)
Cash	-0.0362***	-0.0090*	-0.0026	0.0025	-0.0025	0.0006	-0.0026

	(0.0117)	(0.0048)	(0.0020)	(0.0024)	(0.0023)	(0.0055)	(0.0021)
Loss	0.1002*	0.0281	0.0490***	0.0985***	0.0476***	0.0315*	0.0363***
	(0.0545)	(0.0287)	(0.0163)	(0.0206)	(0.0164)	(0.0183)	(0.0128)
Constant	0.0324	0.0043	-0.0357	-0.0129	0.0420	-0.0186	-0.0124
	(0.0973)	(0.0554)	(0.0327)	(0.0393)	(0.0315)	(0.0383)	(0.0237)
Observations	65	166	281	334	313	331	350
R-squared	0.3062	0.1877	0.2544	0.2315	0.1525	0.1337	0.0861

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Previous_Cfi	0.2258*	-0.0014	-0.0032	0.4484***	0.0510	0.0605	0.2749*	-0.0010
	(0.1236)	(0.1510)	(0.0310)	(0.1382)	(0.0470)	(0.0614)	(0.1442)	(0.4873)
Growth	-0.0817***	-0.0388	-0.0073	0.0038	0.0053	0.0109	-0.0047	-0.0243
	(0.0211)	(0.0243)	(0.0091)	(0.0116)	(0.0036)	(0.0240)	(0.0071)	(0.0603)
Size	0.0070	-0.0121	-0.0239**	0.0105	-0.0296***	-0.0114	-0.0196**	-0.0217
	(0.0078)	(0.0090)	(0.0095)	(0.0112)	(0.0092)	(0.0092)	(0.0097)	(0.0174)
MTB	-0.0126***	-0.0061**	-0.0057*	-0.0083**	-0.0074**	-0.0094***	-0.0078**	-0.0050
	(0.0034)	(0.0025)	(0.0031)	(0.0034)	(0.0032)	(0.0031)	(0.0035)	(0.0078)
Gross_Leverage	0.0008	0.0104	-0.0112	-0.0017	0.0168	0.0061	0.0063	0.0105
	(0.0117)	(0.0105)	(0.0110)	(0.0146)	(0.0104)	(0.0064)	(0.0045)	(0.0119)
PPE	-0.0418**	-0.0522***	-0.0592***	0.0025	-0.0488***	-0.0290	-0.0352	0.0385
	(0.0172)	(0.0189)	(0.0192)	(0.0236)	(0.0188)	(0.0200)	(0.0224)	(0.0407)
CFO	-0.0367**	0.0078	0.0010	-0.0029***	-0.0018***	0.0010***	0.0000	0.0104
	(0.0145)	(0.0067)	(0.0011)	(0.0010)	(0.0006)	(0.0003)	(0.0007)	(0.0817)
Cash	-0.0056	-0.0047	0.0006	0.0008	-0.0003	-0.0020	-0.0012	-0.0011
	(0.0035)	(0.0048)	(0.0025)	(0.0011)	(0.0004)	(0.0023)	(0.0007)	(0.0016)
Loss	0.0483***	0.0361**	0.0214	0.0164	0.0564***	0.0454***	0.0005	-0.0116
	(0.0145)	(0.0147)	(0.0141)	(0.0178)	(0.0146)	(0.0155)	(0.0164)	(0.0349)
Constant	-0.0404	-0.0030	0.0166	-0.0932**	0.0534	-0.0016	-0.0098	0.0105
	(0.0261)	(0.0303)	(0.0339)	(0.0396)	(0.0333)	(0.0357)	(0.0459)	(0.0525)
Observations	364	372	373	324	298	256	202	120
R-squared	0.1887	0.1144	0.1361	0.0860	0.2429	0.2000	0.2497	0.0850

Standard errors in

parentheses

*** p<0.01, **

p<0.05, * p<0.1

Les tableau 9 et 10 étudient la relation entre investissement anormal et prudence conditionnelle, avec un sous-échantillon de 117 entreprises pour lequel il est possible d'intégrer en variable de contrôle la gestion comptable et réelle du résultat.

Tableau 9 : Relation entre investissement anormal et prudence (LBO = 133)

Variable expliquée : Investissement anormal	N			N-1			N-2		
	LBO	GC	GC PSM	LBO	GC	GC PSM	LBO	GC	GC PSM
C_score	-0.0566* (0.0341)	-0.0580 (0.0427)	0.0168 (0.0570)	-0.0208 (0.0468)	-0.0038 (0.0184)	-0.0977* (0.0562)	0.0289 (0.0613)	0.0153 (0.0225)	0.0251 (0.0861)
G_score	-0.0121 (0.0080)	-0.0051** (0.0022)	-0.0073 (0.0084)	0.0030 (0.0092)	-0.0032 (0.0029)	-0.0062 (0.0109)	-0.0015 (0.0100)	-0.0023 (0.0026)	-0.0086 (0.0075)
Constant	0.0970 (0.0650)	0.0811*** (0.0033)	0.0710*** (0.0079)	0.0108 (0.0714)	0.0766*** (0.0026)	0.0680*** (0.0073)	0.0364 (0.0721)	0.0747*** (0.0027)	0.0727*** (0.0099)
Observations	133	1,391	133	133	1,391	133	133	1,391	133
R-squared	0.1525	0.0070	0.0076	0.1569	0.0008	0.0229	0.1124	0.0010	0.0111

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Lors de l'année de transaction nous observons une association négative et significative à 90% entre la prudence conditionnelle, identifiée par le C-Score et l'investissement anormal sur les entreprises-cibles de LBO. Cette même association n'est pas significative en N-1 et N-2. Ce résultat tend à renforcer la crédibilité de l'hypothèse de gestion du résultat car nous n'observons pas de relation structurellement significative et différente du groupe de contrôle dans cette association. Ce constat est conforté lorsque l'on intègre les variables de gestion comptable et réelle (tableau 10).

Tableau 10 : Relation entre investissement anormal, prudence et gestion du résultat (LBO = 117)

Variable expliquée : Investissement anormal	LBO		
	N	N-1	N-2
C_Score	-0.0439 (0.0270)	0.0206 (0.0392)	-0.0903* (0.0504)
G_Score	-0.0102 (0.0062)	-0.0026 (0.0070)	-0.0014 (0.0082)
Abn_Jones	0.0764 (0.0499)	-0.0181 (0.0543)	-0.0558 (0.0495)
Abn_Cfo	-0.1684** (0.0704)	0.2540** (0.1028)	-0.1073 (0.0993)
Abn_Cog	-0.0230*** (0.0087)	-0.0177* (0.0094)	-0.0132 (0.0106)

<i>Abn_Dx</i>	0.0125	0.0070	0.0206*
	(0.0090)	(0.0103)	(0.0105)
<i>Constant</i>	0.0700***	0.0562***	0.1273***
	(0.0068)	(0.0095)	(0.0218)
Observations	117	117	117
R-squared	0.1715	0.0864	0.1711

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Avec l'ajout de la gestion comptable et réelle nous constatons une absence de significativité du C-Score observée précédemment en N. Pour autant, la manipulation des ventes et des coûts de production est significative en N et N-1. Si l'effet est négligeable en ce qui concerne les coûts de production (-0.023 ; $p<0.01$ et -0.0177 ; $p<0.1$ en N et N-1) il est toutefois conséquent en ce qui concerne la manipulation des ventes. Nous observons une association positive et hautement significative ($\beta=0,2540$; $p<0,01$) entre la manipulation des ventes en $t-1$ et l'investissement anormal en t, cohérente avec une amplification des investissements destinée à soutenir un récit de croissance par les dirigeants induit par la manipulation commerciale dans. À l'inverse, la relation devient négative ($\beta=-0,1684$; $p<0,05$) lorsque l'on se rapproche de la date de transaction, suggérant un arbitrage immédiat défavorable à l'investissement lorsque les ressources sont allouées à la politique commerciale et/ou lorsque l'entreprise connaît un début de renversement des performances manipulées.

V] Discussion et Conclusion

Notre étude visait trois objectifs 1/ Analyser l'évolution de la prudence conditionnelle des entreprises-cibles de LBO sur une période qui nous permette d'aller au-delà de la seule évolution conjoncturelle qui précède la transaction 2/ Conclure sur la crédibilité de nos résultats en les comparant avec le profil des entreprises-cibles en matière de gestion du résultat 3/ Etudier les particularités de la relation entre investissement anormal – caractéristique reconnue des sociétés-cibles de LBO - et prudence conditionnel qui sont susceptibles de se dessiner dans ces transactions.

En premier lieu, nous observons bien une augmentation en moyenne de la prudence conditionnelle par l'intermédiaire de l'indicateur de vérifiabilité des bonnes nouvelles, toutefois le C-Score lui est stable. Cette augmentation est aussi observée dans le groupe de contrôle et ne

permet de conclure de façon satisfaisante sur une spécificité en termes de profils de prudence des entreprises-cibles.

En second lieu, nous observons bien un effet conjoncturel dans l'association entre gestion des résultats et prudence conditionnelle dans les corrélations étudiées qui tend à privilégier les hypothèses d'une gestion des résultats plutôt que la préservation de la qualité prudentielle des entreprises. Ces résultats sont confortés par l'étude de la relation entre investissement anormal et prudence. Les entreprises associent leurs décisions d'investissement avec la manipulation des ventes pour une amélioration de la santé financière en période $t-1$, sacrifiant la relation entre prudence conditionnelle et investissement anormal. A proximité de la transaction, les arbitrages sont modifiés par les impératifs de la transaction et la relation entre manipulation des ventes et investissement anormal s'inverse. A cet endroit, le niveau de difficulté et de ralentissement économique rencontré par les entreprises semble davantage guider la politique comptable des entreprises qui entreprennent ces retraits de cote.

Les études sur l'investissement anormal expliquent celui-ci par l'existence de contraintes de financement exogènes que rencontrent les entreprises en raison de niveaux importants d'aléa moral, d'asymétrie d'information et d'accès au marché de la dette. L'idée que la politique d'investissement de l'entreprise puisse répondre à des impératifs de gestion réelle du résultat n'est pas le principal facteur explicatif dans cette littérature sur l'investissement anormal. C'est pourtant le résultat principal de cette étude qui découvre que l'investissement anormal des firmes est en cohérence avec la gestion réelle qui est menée plutôt qu'être en cohérence avec la prudence conditionnelle comme c'est le cas dans la littérature.

Le postulat théorique d'expliquer l'investissement anormal par les caractéristiques qualitatives de l'information comptable associée à la dette est raisonnable lorsqu'il s'agit de considérer un contexte d'étude général. Cette étude montre qu'il est moins évident lorsqu'il s'agit d'étudier le contexte de sociétés en phase d'acquisition, dans lequel des incitations à gérer le résultat existent. Afin de poursuivre cette étude, une étude plus précise de la politique d'investissement, et notamment le *timing* des investissements et désinvestissements des sociétés-cibles peut s'avérer utile. Ce prolongement n'est pas indépendant de réflexions sur la prudence mais amène à considérer l'effet de la prudence inconditionnelle plutôt que de la prudence conditionnelle dans une perspective similaire à celle de Penman et Zang (2002). Les auteurs ont, entre autres, démontré que le niveau des réserves cachées (la prudence inconditionnelle) avait un impact sur le *timing* des investissements et désinvestissements.

CONCLUSION

Cette thèse nous a permis de mettre en valeur l'intérêt d'une étude approfondie des montages de LBO et de MB et par là même de proposer des éléments de réponses à différentes problématiques sur la qualité des résultats comptables. Les bilans de la littérature dans ce programme de recherche pointent la nécessité d'études qui utilisent conjointement plusieurs indicateurs de mesure de la qualité des résultats comptables. Ce constat participe de plusieurs motivations. 1/ La nécessité de représenter la diversité des incitations potentiellement contradictoires sur le *reporting* financier, reflet de la multiplicité des besoins des parties prenantes. 2/ L'amélioration de la robustesse des études positives. 3/ Une compréhension affinée des interactions mécaniques et conceptuelles existantes entre les différentes propriétés qualitatives des résultats. Notre point de départ a donc consisté à sélectionner un objet d'étude permettant de répondre à ces impératifs et notre choix s'est porté sur l'étude des LBO, ce, en fonction de leurs nombreuses particularités.

En premier lieu, s'il est une multiplicité de conflits d'intérêts à l'œuvre entre les générations d'actionnaires qui se succèdent, les dirigeants, le fonds d'investissement et les prêteurs, cette dernière ne fait plus débat et constitue un cas d'école en finance d'entreprise.

En second lieu, le changement radical dans la structure de financement, associé à la recherche du rôle disciplinaire de la dette, promet *a priori* des effets clairs dans l'évolution des différentes mesures de la qualité des résultats comptables.

En troisième lieu, si la documentation comptable disponible, peu importante en nombre d'études, reconnaît la multiplicité des conflits d'intérêts et des parties prenantes impliquées en matière de *reporting financier*, elle a jusqu'alors exclusivement privilégié la seule mesure de la gestion des résultats, réelle ou comptable. La littérature existante laisse alors la place à des études plus larges employant d'autres mesures de la qualité des résultats comptables, mieux à même de représenter la diversité des besoins des parties prenantes au montage.

En quatrième lieu, plusieurs écarts se sont creusés entre cette littérature sur la gestion du résultat dans les LBO et MBO et d'autres catégories de travaux. D'une part, la littérature en finance d'entreprise qui mobilise les LBO et MBO pour tester les théories explicatives de la structure de financement montre le rôle prépondérant de l'état du marché de la dette et de ses conditions d'accès sur les mouvements de LBO/MBO et leurs caractéristiques. D'autre part, la littérature sur la gestion des résultats dans les mouvements plus larges de fusions et acquisitions démontre

que le caractère amical ou non des rachats est un facteur qui impacte significativement les incitations en matière de gestion comptable ou réelle des résultats. Ces deux catégories de travaux nous amènent alors à nous questionner sur plusieurs choix réalisés dans les analyses disponibles. 1/ Le fait de ne retenir que la gestion du résultat pour apprécier la qualité des résultats comptables de l'entreprise alors que la prudence conditionnelle est davantage associée dans la littérature aux contrats de dette. 2/ De nombreuses transactions de LBO et MBO ont un caractère amical. Elles surviennent dans un contexte de retrait de cote, parfois même à l'initiative de la société-cible, ou d'offre secondaire en réaction à un achat hostile ou même dans un contexte privé de transmission d'entreprises qui implique la plupart du temps des achats amicaux. L'incitation à accroître les résultats dans le cadre de LBO ou à diminuer les résultats dans le cadre de MBO ne semble pas tenir compte suffisamment de ces caractéristiques. En effet, la prudence conditionnelle associée aux contrats de prêt est susceptible de rendre coûteuse la gestion comptable à la hausse du résultat et incite à la substitution à de la gestion réelle (Garcia Lara *et al.* 2020). Inversement, les travaux qui démontrent, de façon non-unanime, la gestion à la baisse des résultats, n'envisagent pas que celle-ci puisse être un effet de la prudence conditionnelle, laquelle s'accélère en réaction à l'évolution dégradée des fondamentaux économiques des cibles et en préparation à la négociation des contrats de prêt. Enfin, le caractère amical des transactions tendrait à privilégier la transparence de l'information financière et la réduction du biais de *reporting* plutôt qu'à l'accroître afin de favoriser la passation d'une entreprise dont les fondamentaux sont souvent déclinants.

Pour ces raisons, le contexte des opérations de LBO et MBO nous semble idéal pour étudier l'interaction entre gestion du résultat et prudence conditionnelle. Celle-ci a lieu sur deux plans. 1/ Au niveau conceptuel, les prédictions théoriques sur les deux indicateurs peuvent s'opposer en matière d'incitations (cas d'une incitation à la hausse des résultats dans les LBO) ou se confondre et rendre difficile l'interprétation des résultats (cas d'une incitation à la baisse des résultats dans les MBO). La majeure partie des travaux sur la gestion du résultat tend à présupposer que les entreprises souhaitent accroître leurs résultats, peu de travaux existent sur les pratiques de gestion à la baisse du résultat (Dichev, 2013) en dehors des travaux sur le *big bath accounting* en période de crise économique. 2/ Au niveau méthodologique, la prudence conditionnelle entretient une relation complexe avec la gestion comptable du résultat. Celle-ci est souvent mesurée à partir des résultats comptables dans les mesures de Basu (1997) ou de Khan et Watts (2009) sans tenir compte de l'effet de la manipulation sur ces résultats. Inversement, les modèles d'*accruals* anormaux ne tiennent pas compte de l'effet de la

reconnaissance asymétrique des pertes des systèmes comptables dans le classement des *accruals*. Pour synthétiser, il peut en résulter que des entreprises en déclin peuvent se voir sous-estimer leurs tentatives de manipulation des *accruals* anormaux à la hausse en raison de la prudence conditionnelle. A l'inverse, si celles-ci choisissent d'adopter une pratique de *big bath accounting* consistant à accroître le niveau des pertes artificiellement subies lors d'un ralentissement économique, le caractère prudent des systèmes comptables peut considérablement les y aider. Il est aussi possible que la prudence conditionnelle puisse amener à considérer que les entreprises gèrent leurs résultats à la baisse alors que cela ne corresponde pas aux intentions réelles des dirigeants. Les modèles d'*accruals* peuvent surestimer les *accruals* anormaux en raison de la surréaction de ces derniers aux mauvaises nouvelles.

Parmi les nombreuses propriétés des résultats comptables évoquées en introduction, nous avons donc fait le choix de privilégier la prudence conditionnelle et la gestion comptable et réelle du résultat car elle nous semble mieux refléter les incitations contradictoires qui s'offrent aux dirigeants dans ces montages. Bien que nous ayons contrôlé dans notre troisième article le lissage des résultats, celui-ci, ainsi que la persistance des résultats, auraient tout aussi bien pu être étudiés dans une perspective d'évaluation des sociétés-cibles. La prudence inconditionnelle quant à elle, qui concerne davantage le bilan, a été également laissée de côté pour des raisons que nous développerons ensuite dans les perspectives futures de recherche.

Ces travaux nous paraissent présenter un intérêt pour la recherche en comptabilité positive à plusieurs égards. Tout d'abord, ils permettent de réconcilier les travaux transversaux entre d'une part, la finance d'entreprise sur les LBO et MBO et la compréhension de la structure de financement et d'autre part, les travaux focalisés sur la gestion des résultats en comptabilité positive. Ils permettent également de confronter les hypothèses de ces travaux avec celles relative aux fusions-acquisitions et ainsi aider à mieux expliquer l'hétérogénéité des résultats observés dans les études précédentes. Enfin, les réflexions et travaux menés légitiment la nécessité d'un contrôle pour la prudence conditionnelle dans les travaux en matière de gestion comptable du résultat.

Après avoir ainsi rappelé les enjeux, les motivations théoriques et notre cheminement, nous nous proposons de revenir successivement sur les contributions propres à chaque article, les limites théoriques et méthodologiques, ce, avant de conclure sur les perspectives d'amélioration ou de continuité envisagées.

La revue de littérature sur la prudence conditionnelle vise à dégager les pistes d'exploration à poursuivre une fois indiquée la nécessité d'analyses dans le contexte de LBO. Les travaux mobilisés à cette occasion montrent l'intérêt d'étudier la prudence dans des situations extrêmes où celle-ci est supposée jouée un rôle de réduction des asymétries d'information sur les pertes futures de l'entreprise ou permettre la réduction de l'aléa moral. Les bénéfices sont d'autant plus observables dans des contextes de crise ou de ralentissement économique, de déséquilibres dans la structure de finance ou dans des situations de sous-investissement ou de sur-investissement. En dehors des considérations associées la dette, ces particularités se retrouvent, en théorie d'après les travaux de Jensen, dans les sociétés-cibles de LBO. Le choix d'étudier l'investissement anormal dans le quatrième travail de la thèse se justifie alors. Enfin, cette revue pointe l'insuffisance de travaux sur la relation entre gestion des résultats et prudence conditionnelle. Les aspects comportementaux des dirigeants en matière d'hubrys et de gestion du résultat sont alors associés à la prudence conditionnelle au titre du « *self-imposed conservatism* ». Il n'est toutefois pas nécessaire de supposer une capacité à biaiser les résultats de la part des dirigeants pour observer l'expression d'une demande de prudence de la part des parties prenantes.

Plus largement, en dehors de la continuité avec ce travail doctoral, la revue de littérature suggère une appréciation actualisée de l'arbitrage entre coûts et bénéfices de la prudence. En distinguant la prudence conditionnelle de la prudence inconditionnelle, nous démontrons que de nombreux stéréotypes sur les coûts et les bénéfices de la prudence conditionnelle ne se vérifient plus nécessairement à l'aune des travaux réalisés au cours de la dernière décennie. En particulier, l'association négative entre prudence conditionnelle et coût du capital, ses facultés à faciliter l'accès au financement et à adresser les problèmes de sous-investissement ou sur-investissement, ou encore à signaler aux marchés financiers les pertes potentielles futures montrent son intérêt, ce, au-delà de la seule configuration des contrats de prêt. La séparation entre les fonctions de « *stewardship* » et d'estimation de la valeur de l'entreprise à partir des nombres comptables ne suffit alors plus à résumer, d'une part, les avantages, d'autre part les inconvénients généralement associés à la prudence. Enfin, ce recensement, tout en analysant les raisons, pointe le nombre limité de travaux qui, exceptées certaines études récentes (Meucci *et al.* 2025 ; Salehi *et al.* 2025), ont choisi d'étudier la prudence inconditionnelle. La revue de littérature conforte alors l'utilité d'explorer le rôle que peut jouer la prudence conditionnelle dans les transactions de LBO et MBO. Nous avons choisi d'en étudier deux aspects. 1/ L'effet dissuasif de la prudence conditionnelle sur la gestion comptable du résultat et le risque de

substitution par une forme de gestion réelle. 2/ L'utilité de la prudence conditionnelle à adresser les problèmes d'inefficience des investissements. Les sociétés-cibles de LBO et MBO retirées de la cote sont décriées par la sagesse conventionnelle issue des travaux de Jensen sur ces opérations comme destructrices de valeur en raison d'un mauvais emploi des capitaux investis. L'étude de l'association entre prudence conditionnelle et investissement anormal dans le quatrième article sur la période qui précède le retrait de la cote s'inscrit alors en continuité des travaux sur la prudence conditionnelle et des travaux en finance d'entreprise sur les montages à effets de levier.

Le second travail de recherche consiste en une appropriation plus précise de l'objet étude en proposant une étude historique à caractère exploratoire sur la diffusion et l'adoption des montages de LBO et MBO en France. L'objectif qui nous anime dans le cadre de la thèse est alors de produire une analyse originale sur les déterminants historiques de leur adoption en France, et particulièrement sur l'influence des aspects légaux et fiscaux sur ces montages. L'alternative, une revue de littérature sur les montages de LBO et MBO en finance d'entreprise, nous a semblé peu pertinente dans une perspective de publication tant le champ de recherche est déjà exploré. Néanmoins, le petit nombre d'études (Desbrières et Schatt, 2002) réalisées sur l'adoption de ces montages dans les années 80, sans association de perspective historique, nous paraît propice à une contribution dans le champ, particulièrement si l'on met en valeur le rôle et l'évolution des facteurs juridiques, fiscaux et économiques sur le développement de ces opérations.

Le développement de ces opérations dans les pays occidentaux est souvent expliqué par deux théories principales en finance d'entreprise, la théorie de l'agence et des *free cash-flows* de Jensen (1976, 1986) et la théorie de l'origine légale (Laporta *et al.* 1999 ; Bédou, 2013). La première explique le développement des LBO et le retrait de cote comme une réaction spontanée à l'accroissement des coûts d'agence et aux problématiques de gouvernance dont les premiers effets sont apparus dans les années 30 aux Etats-Unis. La seconde étudie, dans des approches quantitatives, les caractéristiques du système légal des pays pour discuter du degré de développement des marchés financiers ou des activités de capital-investissement. Notre étude montre qu'en France, le développement des LBO et MBO est davantage associé à une intervention forte de l'Etat dans un contexte économique propice à leur développement qu'à une réaction du marché face à un excès de réglementation, ce, comme en discute Jensen dans le contexte des Etats-Unis. Plus qu'une simple adoption, l'étude met en avant la volonté étatique de transformer ces montages introduits d'outre-Atlantique pour les adapter aux particularités

juridiques et économiques. En particulier, les principes d'égalité entre actionnaires, la forte protection des créanciers et une crainte significative des effets d'aubaine en matière fiscale sont autant d'arguments conduisant l'Etat à n'autoriser que les MBO dans un premier temps : l'introduction des LBO interviendra ensuite par le développement de la fiscalité des groupes. L'étude discute alors d'aspects juridiques et fiscaux peu opérationnalisés dans les travaux en matière d'origine légale pour expliquer le développement financier. Plus loin, la difficulté à tenir compte de l'ensemble des différences juridiques et fiscales dans la dichotomie entre « *soft law* » versus « *hard law* » issue de la théorie de l'origine légale rend difficile son application au LBO. En comptabilité, la théorie de l'origine légale dont est issue cette dichotomie est utilisée dans les comparaisons internationales en matière de prudence comptable : son étude nous est ainsi apparue pertinente avant de travailler sur un échantillon international dans le troisième article.

Ce travail n'est pas exempt de limites et nous avons fait le choix d'appliquer un traitement de surface aux questions associées au *lobbying*, en particulier de la part des fonds d'investissement mais plus précisément de l'Association Française de Capital-Investissement (AFIC, aujourd'hui France Invest). L'étude de son rôle dans le façonnement du cadre juridique et fiscal des MBO et LBO en France dans les années 80 pourra faire l'objet d'un traitement ultérieur et motive, à notre sens, une publication différente tant la problématique de recherche diffère.

La troisième analyse a été réalisée afin de répondre à de nombreux objectifs, le but étant de pouvoir concentrer ultérieurement notre attention sur la prudence conditionnelle. 1/ Conforter les caractéristiques des échantillons de LBO et MBO constitués sur la période 2008-2021 avec celles du profil-type du LBO réalisé par retrait de cote. 2/ Positionner l'échantillon au regard de la gestion du résultat dans la continuité des travaux existants sur le sujet. 3/ Etudier la possibilité selon laquelle la prudence conditionnelle serait susceptible d'inciter les entreprises-cibles à privilégier la gestion réelle à la gestion comptable dans un contexte de difficultés économiques. 4/ Discuter des effets de la prudence conditionnelle sur la mesure des *accruals* anormaux en utilisant les propositions de Ball et Shivakumar (2006). 5/ Enrichir les hypothèses employées sur la gestion des résultats, en intégrant l'influence des caractéristiques entourant la transaction, dont le caractère amical ou non et l'initiative de l'opération.

La finalité est donc de légitimer une étude à part entière sur la prudence conditionnelle dans le contexte de rachats à effets de levier : les études existantes sur la gestion du résultat monopolisent exclusivement la gestion du résultat. .

L'étude proposée sur 224 transactions n'offre pas de résultats clairs en matière de gestion des *accruals*. Ce constat est attendu et se positionne dans la continuité des études précédentes qui offraient une relative hétérogénéité dans leurs résultats. Les sociétés-cibles de LBO sont en nette détérioration de leurs fondamentaux économiques contrairement aux sociétés-cibles de MBO, lesquelles exhibent une croissance de leurs performances économiques. Les différents modèles employés montrent alors que l'échantillon se scinde en deux sous-échantillons - indépendants de la nature de la transaction - de tailles quasiment égales entre des *accruals* anormaux conservateurs et des *accruals* anormaux agressifs pour une moyenne non-significative. En revanche, la confrontation avec le groupe de contrôle établi en suivant la méthodologie de Kothari *et al.* (2005) affiche les entreprises-cibles d'opérations à effet de levier comme étant moins agressives que leurs comparables. Concernant les effets de la prudence conditionnelle sur la mesure des *accruals* anormaux, le modèle simple utilisé accroît le nombre d'entreprises détectées pour leur gestion agressive au sein du sous-échantillon de LBO dont les fondamentaux sont détériorés. Inversement, sur le sous-échantillon de cibles de MBO, plutôt en croissance, l'effet du modèle, en moyenne et en dispersion, est relativement proche des autres modèles d'*accruals*.

Les sociétés de l'échantillon pris dans son ensemble affichent une politique de gestion réelle significativement distincte de leurs comparables issues du groupe de contrôle. L'indice de manipulation des ventes est particulièrement significatif tandis que la gestion réelle des coûts présente une hétérogénéité trop importante pour être significative. Nous observons alors deux profils d'entreprises, celles qui manipulent à la hausse leurs *accruals* et leurs ventes, et celles qui demeurent conservatrices en matière d'*accruals* bien que manipulant leurs ventes à la hausse. Ces résultats sont contradictoires avec la littérature sur les transactions amicales, dans la mesure où la transparence de l'information et l'objectif commun de réussite de la transaction sur une société en difficulté prédisent une politique comptable de gestion à la baisse du résultat (Missionnier-Piera et Spadetti, 2023), l'objectif étant de favoriser la performance dans la période *post-buyout*. En complément, nous observons qu'à la fois la gestion réelle et la gestion comptable sont parfaitement anticipées et corrigées dans la détermination du prix de vente et de la prime de contrôle. Les sociétés-cibles qui gèrent à la hausse par les deux formes de gestion du résultat connaissent une prime de contrôle plus faible que celles qui pratiquent une politique comptable conservatrice des *accruals*. Accessoirement, nous remarquons que la dette accroît significativement la prime de contrôle dans les transactions. L'échantillon ayant un taux d'endettement brut moyen faible et peu dispersé, nous interprétons ce résultat comme une

valorisation du rôle disciplinaire de la dette dans un contexte où les sociétés souffrent de difficultés de gouvernance (postulat de l'échantillon). Les repreneurs ont alors une préférence pour des sociétés faiblement endettées plutôt que non-endettées, indicateur d'une gouvernance plus équilibrée. Nous déduisons de ces résultats que les sociétés-cibles de LBO manipulent leurs résultats à la hausse non pas en prévoyance du rachat et de l'intention de modifier les caractéristiques du montage, mais plutôt en réaction aux difficultés économiques rencontrées. Il est en effet incohérent de mener une politique de gestion du résultat coûteuse dans un contexte amical où la transparence et le partage d'informations favoriseraient la correction du biais. Plutôt, le *timing* non-anticipé de la transaction ne permettrait pas aux sociétés-cibles de corriger leur politique de gestion du résultat à la hausse menée en réaction à la dégradation des fondamentaux. La significativité de la durée des transactions dans les régressions tend à justifier cette interprétation.

Ce travail n'est pas exempt de limites, et deux améliorations sont envisagées à l'avenir. En premier lieu, il serait pertinent de contrôler la qualité de l'audit lorsque nous étudions l'arbitrage entre la gestion comptable et la gestion réelle. En effet, avec la qualité de l'audit, les entreprises tendent à substituer la gestion comptable du résultat par une gestion réelle du résultat. Les questions de complémentarité ou de substituabilité entre les deux formes de gestion du résultat sont donc influencées par la qualité de l'audit (Chi *et al.* 2011). Néanmoins le manque d'accès à des bases de données permettant d'opérationnaliser la qualité de l'audit n'a pas permis d'y procéder. En second lieu, l'échantillon constitué de sociétés en difficulté est aussi susceptible de pratiquer une politique de gestion à la hausse des résultats en vue d'éviter de franchir les seuils de *delisting* obligatoire de la cote et d'entraîner un risque réputationnel considérable. La distinction au sein de l'échantillon de contrôle des sociétés retirées de force de la cote et l'introduction des seuils de *delisting* dans les régressions contribuerait à mieux expliquer l'hétérogénéité des résultats observés. Les entreprises s'engagent alors volontairement dans des opérations de retrait de cote par LBO pour éviter les pertes associées à un retrait forcé de la cote que l'on constate dans la littérature en finance (Martinez et Serve, 2017).

L'étude menée fournit des résultats crédibles en matière de gestion comptable et réelle du résultat. Elle justifie également la nécessité de recourir à une mesure de la prudence conditionnelle des sociétés-cibles sans se contenter d'en étudier les conséquences dans la mesure de la gestion comptable du résultat. Outre les résultats fournis par le modèle de Ball et Shivakumar, la confrontation des *accruals* anormaux avec le groupe de contrôle montre

une politique comptable nettement moins agressive que les sociétés à performance économique comparable.

Dans le dernier travail de recherche, nous nous sommes focalisés sur le rôle exercé par la prudence conditionnelle en considérant seulement l'échantillon de transactions réalisées aux Etats-Unis. De fait, la mesure de la prudence conditionnelle requiert des données de marché disponibles sur les sociétés qui n'ont pas permis de maintenir un nombre suffisant de transactions dans les autres pays. Dans cette étude, la dissociation entre MBO et LBO héritée de la littérature et employée dans l'étude précédente sur la gestion des résultats n'apparaît plus pertinente. En effet, en postulant une priorité donnée à la négociation des contrats de dette plutôt qu'à la valeur de transaction, les incitations à élaborer un *reporting* financier prudent dans la période précédant l'opération s'imposent de la même façon.

L'étude se fixe donc comme ambition de capturer sur une période suffisamment longue le profil des sociétés en matière de prudence conditionnelle afin d'observer un éventuel infléchissement dans la politique comptable des entreprises l'année qui précède la transaction. La comparaison avec un groupe de contrôle s'avère alors nécessaire en l'absence de données disponibles après le rachat. L'échantillon de contrôle est réalisé sur la base d'un score de propension sans contrôle du niveau de performance économique, contrairement à l'étude précédente, afin de ne pas altérer les mesures de la prudence conditionnelle.

En dehors de cette comparaison avec le groupe de contrôle, les différentes théories explicatives des LBO mettant en avant le sous-investissement et le sur-investissement dans les sociétés-cibles nous permettent de conceptualiser une connexion particulière entre la prudence conditionnelle et le niveau de sur-investissement ou sous-investissement que peuvent connaître les entreprises-cibles. L'étude réalise deux contributions principales. La première est que l'on tend à observer une légère augmentation de la prudence conditionnelle mesurée par le score de bonnes nouvelles (*G-Score*) sur la période qui précède la transaction. Le score de mauvaises nouvelles (*C-Score*) est quant à lui relativement stable sur trois années et n'excède pas significativement celui du groupe de contrôle. Les observations réalisées valident partiellement l'hypothèse d'une plus grande reconnaissance asymétrique des pertes et des gains.

La seconde contribution réside dans la relation entre prudence et investissement anormal. Les résultats affichent une significativité de la relation entre prudence conditionnelle et investissement anormal l'année qui précède la transaction. Celle-ci n'est en revanche pas significative dans le groupe de contrôle. De manière plus intéressante, lorsque nous contrôlons

l'association par les différentes formes de gestion du résultat, la prudence conditionnelle n'explique plus significativement le niveau d'investissement anormal malgré des corrélations peu élevées entre prudence et gestion du résultat sur l'échantillon.

Ce résultat encourage à explorer davantage cette association et à intégrer l'efficacité de la gouvernance au sein d'un échantillon qui devrait normalement être homogène par construction sur ce critère en raison du profil des entreprises sélectionnées. En effet, les sociétés-cibles de LBO et retirées de la cote sont réputées rencontrer des difficultés de gouvernance significatives. Ce constat dans la littérature est une des nombreuses motivations qui nous a encouragé à sélectionner les LBO afin de nous positionner dans un contexte contrôlé. Toutefois, dans la mesure où la diversité des profils en matière de politique comptable explique significativement les différences en matière d'inefficience du niveau des investissements, nous pouvons déduire que les différences d'efficacité de gouvernance au sein de l'échantillon sont susceptibles d'expliquer les résultats. D'autres pistes de continuité sont envisagées. En premier lieu, l'utilisation d'une mesure alternative de la prudence conditionnelle s'avère pertinente en raison des faibles associations observées entre la prudence conditionnelle et la gestion des résultats. La value-relevance des résultats comptables de l'échantillon n'est pas élevée, ce qui ne facilite pas l'extraction d'une mesure de la prudence conditionnelle, auquel cas un modèle à vecteur autorégressif (VAR) suggéré par Callen *et al.* (2009) s'avérerait être une bonne alternative.

Enfin, une perspective théorique alternative à celle mobilisée dans ce travail est envisagée dans une étude indépendante ultérieure. En effet, les travaux sur l'efficacité des investissements et la prudence conditionnelle des entreprises expliquent l'investissement anormal comme la résultante de frictions sur le marché de la dette et la présence d'asymétries d'informations sur les risques des entreprises. Il n'est pas envisagé que les décisions d'investissement et de désinvestissement soient associées à une politique de gestion du résultat ou de préparation du bilan d'une société faisant face à un rachat avec effet de levier. La littérature relative à l'efficacité des politiques d'investissement ne considère alors que le lien unilatéral entre la prudence conditionnelle et le niveau d'investissement anormal des entreprises. Dans le cas contraire, il serait pertinent d'étudier la relation entre prudence inconditionnelle et la politique d'investissements et désinvestissement dans la période qui précède la transaction, ce, dans une approche théorique similaire aux raisonnements menés par Penman et Zang (2002) sur le fonctionnement des réserves cachées comme déterminant des choix de désinvestissements des entreprises. L'hypothèse formulée serait alors quelque peu différente de celle produite par Jensen (1986). La nécessité de préparer la société et de cibler la structure de financement

impliquent que les sociétés-cibles de LBO sont amenées à liquider leurs investissements, destructeurs de valeur, dans la période qui suit le rachat, en réaction à l'augmentation de l'endettement et au rétablissement de bonnes pratiques de gouvernance.

BIBLIOGRAPHIE

- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77 (4): 867-890.
- Ahmed, A. S., Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 43 (2-3): 411-437.
- Ahmed, A. S., Duellman, S. (2011). Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions. *Accounting & Finance*, 51 (3): 609-633.
- Armour J., Deakin S., Mollica V., Siems, M. (2009), « Law and financial development: what we are learning from time-series evidence », *BYU Law Review*, vol. 2009, n°6, p. 1435-1500.
- Albrecht, W., Albrecht, C. C., Albrecht, C. O. (2004). Fraud and corporate executives: Agency, stewardship and broken trust. *Journal of Forensic Accounting*, 5(-): 109-130.
- Anilowski, C. L., Macias, A. J., & Sanchez, J. M. (2009). *Target Firm Earnings Management and the Method of Sale: Evidence from Auctions and Negotiations*. SSRN Electronic Journal.
- Amess, K., Wright, M. (2007). The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK. *International Journal of the Economics of Business*, 14(2), 179-195.
- Amihud, Y. (1989). Leveraged management buyouts and shareholders wealth. *Leveraged management buyouts: causes and consequences*, 11-12.
- Anagnostopoulou, S. C., Tsekrekos, A. E. (2013). Do firms that wish to be acquired manage their earnings? Evidence from major European countries. *International Review of Financial Analysis*, 30, 57-68.
- Anagnostopoulou, S. C., Tsekrekos, A. E. (2015). Earnings management in firms seeking to be acquired. *The British Accounting Review*, 47(4), 351-375.
- Anagnostopoulou, S. C., Tsekrekos, A. E., Voulgaris, G. (2020). Accounting conservatism and corporate social responsibility. *The British Accounting Review*, 100942.
- André, P., Filip, A., Marmousez, S. (2014). The impact of IFRS on the relationship between conservatism and investment efficiency. *Accounting Auditing Control*, 20(3), 101-124.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3): 179-234.

- Artiach, T. C., Clarkson, P. M. (2014). Conservatism, disclosure and the cost of equity capital. *Australian Journal of Management*, 39 (2): 293-314.
- Artus P. (1990), « Les rachats d'entreprise avec endettement », *Revue d'économie financière*, n°12/13, p. 95-108.
- Artus P., Ducos P., Lecointe, F. (1992), « Rachats d'entreprise avec endettement (LBO et MBO) : motivations micro-économiques, effets sur l'efficacité des entreprises et risques macro-économiques », *Économie & prévision*, vol.102, n°1, p. 89-104.
- Asselain J. C. (2018), « L'incartade socialiste de 1981. », *Vingtième Siècle. Revue d'histoire*, n°2, p. 17-31.
- Axelson, U., Strömberg, P., Jenkinson, T., Weisbach, M. S. (2009, February). Leverage and pricing in buyouts: An empirical analysis. In *EFA 2009 Bergen Meetings Paper*.
- Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., Weisbach, M. S. (2013). Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. *The journal of finance*, 68(6), 2223-2267.
- Badia, M., Duro, M., Penalva, F., Ryan, S. G. (2021). Debiasing the measurement of conditional conservatism. *Journal of Accounting Research*, 59(4), 1221-1259.
- Baker, M. and Wurgler, R. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance* 57, 1-32.
- Balachandran, S., Mohanram, P. (2011). Is the decline in the value relevance of accounting driven by increased conservatism? *Review of Accounting studies*, 16 (2): 272-301.
- Balakrishnan, K., Watts, R., Zuo, L. (2016). The effect of accounting conservatism on corporate investment during the global financial crisis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43 (5-6): 513-542.
- Ball, R., Kothari, S. P., Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of accounting and economics*, 29 (1): 1-51.
- Ball, R., Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of accounting and economics*, 39 (1): 83-128.
- Ball, R., Shivakumar, L. (2006). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of accounting research*, 44 (2): 207-242.
- Ball, R., Bushman, R. M., Vasvari, F. P. (2008). The debt-contracting value of accounting information and loan syndicate structure. *Journal of accounting research*, 46 (2): 247-287.

- Ball, R., Robin, A., Sadka, G. (2008). Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism. *Review of accounting studies*, 13 (2-3): 168-205.
- Bancel F. (2009), « Efficacité et légitimité du modèle LBO », *Revue française de gestion*, n°8, novembre-décembre, p. 241-257.
- Barker, R. G. (1999). The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers. *European Accounting Review*, 8(2), 195-218.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of accounting and economics*, 24 (1): 3-37.
- Basu, S., Hwang, L. S., Jan, C. L. (2001). Differences in conservatism between big eight and non-big eight auditors, *working paper*.
- Basu, S., Hwang, L. S., Jan, C. L. (2002). Auditor conservatism and quarterly earnings, *working paper*.
- Basu, S. (2005). Discussion of “Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and modeling”. *Review of Accounting Studies*, 10 (2-3): 311-321.
- Beatty, A., Liao, S., Weber, J. (2009). The effect of private information and monitoring on the role of accounting quality in investment decisions. *Joseph Peter, The Effect of Private Information and Monitoring on the Role of Accounting Quality in Investment Decisions (June 30, 2009)*.
- Beatty, A., Ramesh, K., Weber, J. (2002). The importance of accounting changes in debt contracts: the cost of flexibility in covenant calculations. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (2): 205-227.
- Beatty, A., Weber, J., Yu, J. J. (2008). Conservatism and debt. *Journal of accounting and economics*, 45 (2-3): 154-174.
- Beaver, W. H., Ryan, S. G. (2000). Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of accounting research*, 38 (1): 127-148.
- Beaver, W. H., Ryan, S. G. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of accounting studies*, 10 (2-3): 269-309.
- Beaver, W. H., Ryan, S. G. (2009). Risky debt, mixed-attribute accounting, and the identification of conditional conservatism, *working paper*.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A. and Levine R. (2003), « Law and finance: why does legal origin matter? », *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31, Issue 4, p. 653-675.
- Becker H. *Telling about society*, University of Chicago Press.

Bedu N., (2013), « Financiarisation et LBO : une analyse des effets des opérations de LBO sur la performance, l'emploi et la faillite des entreprises en Europe », *Thèse de Doctorat en Sciences Economiques*, décembre.

Bedu N., Palard J.E (2014), « L'impact des LBO sur la défaillance des entreprises : Le cas des cibles françaises (2000-2010), *Finance Contrôle Stratégie*, n°17-2.

Bedu N., Montalban, M. (2013), « Analysing the uneven development of private equity in Europe: legal origins and diversity of capitalism », *Socio-Economic Review*, vol. 12, n°1, p. 33-70.

Beekes, W., Pope, P., Young, S. (2004). The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 12 (1): 47-59.

Begley, J., Eaton, T. V., Peck, S. (2003). Managers' incentives to manipulate earnings in management buyout contests: an examination of how corporate governance and market mechanisms mitigate earnings management. *Journal of Forensic Accounting*.

Begley, J., Freedman, R. (2004). The changing role of accounting numbers in public lending agreements. *Accounting Horizons*, 18 (2): 81-96.

Begley, J., Chamberlain, S. (2005). The use of debt covenants in public debt: the role of accounting quality and reputation. *Working paper*, University of British Columbia.

Ben-Amar, W., Missonier-Piera, F. (2008). Earnings management by friendly takeover targets. *International Journal of Managerial Finance*, 4(3), 232-243.

Bereskin, F. L., Hsu, P. H., Rotenberg, W. (2018). The real effects of real earnings management: Evidence from innovation. *Contemporary Accounting Research*, 35(1), 525-557.

Beyer, A. (2013). Conservatism and aggregation: The effect on cost of equity capital and the efficiency of debt contracts. *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University, Working Paper*.

Bharath, S. T., Sunder, J., Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83 (1): 1-28.

Biddle, G. C., Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The accounting review*, 81 (5): 963-982.

Biddle, G. C., Hilary, G., Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of accounting and economics*, 48 (2-3): 112-131.

Biddle, G. C., Ma, M. L., Song, F. M. (2011). Accounting conservatism and bankruptcy risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 0148558X20934244.

- Biddle, G. C., Ma, M. L., Wu, F. (2012). Conditional conservatism and the cost of equity capital: informational, fundamental, and behavioral effects. In *CAAA Annual Conference*.
- Black B.S., Gilson R.J. (1998), « Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets », *Journal of financial economics*, vol. 47, n° 3, p. 243-277.
- Bliss, J. H. (1924). *Management through accounts*. New York, NY: The Ronald Press Company.
- Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls? *Journal of financial economics*, 36(3), 337-360.
- Bothorel J. (2007). *Vincent Bolloré : une histoire de famille*, Picollec.
- Boucly, Q., Sraer, D., Thesmar, D. (2011), Growth Ibos. *Journal of financial economics*, 102(2), 432-453.
- Bourdieu J., Colin-Sédillot B. (1993). « Structure du capital et coûts d'information : le cas des entreprises françaises à la fin des années quatre-vingt », *Economie et statistique*, vol. 268, n°1, p. 87-100.
- Bradshaw, M. T., Sloan, R. G. (2002). GAAP versus the street: An empirical assessment of two alternative definitions of earnings. *Journal of Accounting Research*, 40 (1): 41-66.
- Brown Jr, W. D., He, H., Teitel, K. (2006). Conditional conservatism and the value relevance of accounting earnings: An international study. *European Accounting Review*, 15 (4): 605-626.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., Smith, A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37 (2): 167-201.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D. (2006). Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. *Journal of accounting and economics*, 42 (1-2): 107-148.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., Smith, A. J. (2011). Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38 (1-2): 1-33.
- Bushman, R. M., Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Callen, J. L., Segal, D., Hope, O. K. (2010). The pricing of conservative accounting and the measurement of conservatism at the firm-year level. *Review of Accounting Studies*, 15 (1): 145-178.
- Callen, J. L., Chen, F., Dou, Y., Xin, B. (2016). Accounting conservatism and performance covenants: a signaling approach. *Contemporary Accounting Research*, 33 (3): 961-988.

- Campa, D., Hajbaba, A. (2016). Do targets grab the cash in takeovers: The role of earnings management. *International Review of Financial Analysis*, 44, 56-64.
- Caskey, J., Laux, V. (2017). Corporate governance, accounting conservatism, and manipulation. *Management Science*, 63 (2): 424-437.
- Chan, A. L. C., Lin, S. W., Strong, N. (2009). Accounting conservatism and the cost of equity capital: UK evidence. *Managerial Finance*, 35 (4): 325-345.
- Chen, L. H., Folsom, D. M., Paek, W., Sami, H. (2014). Accounting conservatism, earnings persistence, and pricing multiples on earnings. *Accounting Horizons*, 28 (2): 233-260.
- Chen, Q., Hemmer, T., Zhang, Y. (2007). On the relation between conservatism in accounting standards and incentives for earnings management. *Journal of Accounting Research*, 45 (3): 541-565.
- Chen, S., Thomas, J., Zhang, F. (2016). Spring-loading future performance when no one is looking? Earnings and cashflow management around acquisitions. *Review of Accounting Studies*, 21(4), 1081-1115.
- Chen, F., Li, Q., Xu, L. (2021). Universal demand laws and the monitoring demand for accounting conservatism. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(1-2): 1-44.
- Cheng, Y., Park, J., Pierce, S., & Zhang, T. (2019). Big bath accounting following natural disasters. *Available at SSRN 3305478*.
- Chi, W., Lisic, L. L., & Pevzner, M. (2011). Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management? *Accounting horizons*, 25(2), 315-335.
- Chou, D. W., Gombola, M., & Liu, F. Y. (2006). Earnings management and stock performance of reverse leveraged buyouts. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(2), 407-438.
- Cohen, D. A., Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of accounting and Economics*, 50(1), 2-19.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of accounting and economics*, 24 (1): 39-67.
- Collins, D. W., Li, O. Z., Xie, H. (2009). What drives the increased informativeness of earnings announcements over time? *Review of Accounting Studies*, 14 (1): 1-30.
- Cumming, D., Siegel, D. S., Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of corporate finance*, 13(4), 439-460.
- Costello, A. M., Wittenberg-Moerman, R. (2011). The impact of financial reporting quality on debt contracting: Evidence from internal control weakness reports. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 97-136.

- Cumming, D., Johan, S. (2008). Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes. *Venture capital*, 10(3), 197-231.
- Dautresme D. (1982), *Le développement et la protection de l'épargne*, La Documentation Française.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting review*, 400-420.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. (1987). Management buyouts of publicly traded corporations. *Financial Analysts Journal*, 43(3), 38-49.
- Dechow, P. M., Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Dechow, P., Ge, W., Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50 (2-3): 344-401.
- Demirakos, E. G., Strong, N. C., Walker, M. (2004). What valuation models do analysts use? *Accounting horizons*, 18(4), 221-240.
- Desbrières P., Schatt A. (2002), « L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n°4, p. 79-106.
- Desbrières P. (2002), « Les actionnaires salariés », *Revue française de gestion*, n°5, novembre-décembre, p. 255-281.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2-3): 1-33.
- Dichev, I. D., Tang, V. W. (2008). Matching and the changing properties of accounting earnings over the last 40 years. *The Accounting Review*, 83 (6): 1425-1460.
- Dye, R. A. (1988). Earnings management in an overlapping generations model. *Journal of Accounting research*, 195-235.
- Easley, D., O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, 59 (4): 1553-1583.
- Easterwood, C. M. (1997). Takeovers and incentives for earnings management: an empirical analysis. *Journal of Applied Business Research*, 14(1), 29.

- Eddey, P. H., Taylor, S. L. (1999). Directors' recommendations on takeover bids and the management of earnings: evidence from Australian takeovers. *Abacus*, 35(1), 29-45.
- Elrazaz, T. Z., Elmassri, M., Ahmed, Y. (2021). Real earnings manipulation surrounding mergers and acquisitions: the targets' perspective. *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(3), 429-451.
- Erickson, M., Wang, S. W. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of accounting and economics*, 27(2), 149-176.
- Espinosa, M., Trombetta, M. (2007). Disclosure interactions and the cost of equity capital: evidence from the Spanish continuous market. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34 (9-10): 1371-1392.
- Ewert, R., Wagenhofer, A. (2020). Motivating Managers to Invest in Accounting Quality: The Role of Conservative Accounting. *Contemporary Accounting Research*. Accepted article.
- Fang, V. W., Huang, A. H., Wang, W. (2017). Imperfect accounting and reporting bias. *Journal of Accounting Research*, 55(4), 919-962.
- Fich, E. M., Cai, J., Tran, A. L. (2011). Stock option grants to target CEOs during private merger negotiations. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 413-430.
- Fich, E. M., Tran, A. L., Walkling, R. A. (2013). On the importance of golden parachutes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(6), 1717-1753.
- Fiechter, P., Meyer, C. (2010). Big bath accounting using fair value measurement discretion during the financial crisis. In *American Accounting Association Annual Meeting, San Fransisco*.
- Fischer, P. E., Louis, H. (2008). Financial reporting and conflicting managerial incentives: The case of management buyouts. *Management Science*, 54(10), 1700-1714.
- Fischer, P. E., Verrecchia, R. E. (2000). Reporting bias. *The Accounting Review*, 75(2), 229-245.
- Fox I. et Marcus A. (1992), « The causes and consequences of leveraged management buyouts », *Academy of Management Review*, vol. 17, n°1, p. 62-85.
- Francis, B., Hasan, I., Wu, Q. (2013). The benefits of conservative accounting to shareholders: Evidence from the financial crisis. *Accounting Horizons*, 27 (2) : 319-346.
- Francis, J. R., Martin, X. (2010). Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of accounting and economics*, 49 (1-2): 161-178.

- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The accounting review*, 79 (4): 967-1010.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.
- Francis, J., Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of accounting Research*, 37 (2): 319-352.
- Francis, J. R., Krishnan, J. (1999). Accounting accruals and auditor reporting conservatism. *Contemporary accounting research*, 16 (1): 135-165.
- Francis, R. N., Harrast, S., Mattingly, J., Olsen, L. (2013). The relation between accounting conservatism and corporate social performance: An empirical investigation. *Business and Society Review*, 118 (2): 193-222.
- Franke, B., Müller, S. (2019). Private debt and timely loss recognition. *European Accounting Review*, 28 (3): 423-450.
- Frankel, R. M., Litov, L. P. (2007). Financial accounting characteristics and debt covenants. *Working paper*.
- Friedman, M., Millière, G., Salin, P. (1995). Essais d'économie positive. Litec.
- Gassen, J., Uwe Fülbier, R., Sellhorn, T. (2006). International differences in conditional conservatism—the role of unconditional conservatism and income smoothing. *European Accounting Review*, 15(4), 527-564.
- Gao, P. (2013). A measurement approach to conservatism and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 55 (2-3): 251-268.
- Gao, J., Gao, B., Wang, X. (2017). Trade-off between real activities earnings management and accrual-based manipulation-evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 29, 66-80.
- García Osma, B., Guillamon Saorin, E., Mercado, F. (2022). The confirmatory role of conditional conservatism over voluntary disclosure. *Available at SSRN 4016505*.
- García Lara, J. M., García Osma, B., Mora, A. (2005). The effect of earnings management on the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3-4), 691-726.
- García Lara, J. M., García Osma, B., Penalva, F. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of accounting studies*, 14(1), 161-201.

García Lara, J. M., García Osma, B., Penalva, F. (2011). Conditional conservatism and cost of capital. *Review of accounting studies*, 16(2), 247-271.

García Lara, J. M., García Osma, B., Penalva, F. (2009). The economic determinants of conditional conservatism. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3-4), 336-372.

Garcia-Lara, J.M., Osma, B.G., Penalva, F., (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics* 61(1), 221-238.

Garcia Lara, J. M., Osma, B. G., Penalva, F. (2020). Conditional conservatism and the limits to earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(4), 106738.

Geoffron P. (1987), « L'Etat et la dynamique du capital-risque européen », *Revue d'économie financière*, n°3, p. 72-89.

Gietzmann, M. B., Trombetta, M. (2003). Disclosure interactions: accounting policy choice and voluntary disclosure effects on the cost of raising outside capital. *Accounting and Business Research*, 33 (3): 187-205.

Gigler, F., Kanodia, C., Sapra, H., Venugopalan, R. (2009). Accounting conservatism and the efficiency of debt contracts. *Journal of accounting research*, 47 (3) : 767-797.

Gietzmann, M., Ireland, J. (2005). Cost of capital, strategic disclosures and accounting choice. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32 (3-4): 599-634.

Giner, B., Rees, W. (2001). On the asymmetric recognition of good and bad news in France, Germany and the United Kingdom. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28 (9-10): 1285-1331.

Givoly, D., Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of accounting and economics*, 29 (3): 287-320.

Givoly, D., Hayn, C. (2002). Rising conservatism: Implications for financial analysis. *Financial Analysts Journal*, 58 (1): 56-74.

Givoly, D., Hayn, C. K., Natarajan, A. (2007). Measuring reporting conservatism. *The Accounting Review*, 82 (1): 65-106.

Glachant J., Lorenzi J.H et Trainar P. (2008), *Private equity et capitalisme français*, La Documentation Française.

Glover, J., & Xue, H. (2023). Accounting conservatism and relational contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 76(1), 101571.

Göx, R. F., Wagenhofer, A. (2009). Optimal impairment rules. *Journal of Accounting and Economics*, 48 (1): 2-16.

- Gomes, A., Phillips, G. (2012). Why do public firms issue private and public securities? *Journal of Financial Intermediation*, 21 (4): 619-658.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of accounting and economics*, 40 (1-3): 3-73.
- Grundfest, J. (1989). Management buyouts and leveraged buyouts: are the critics right. *Leveraged management buyouts: causes and consequences*, 241-262.
- Guay, W. R., Verrecchia, R. E. (2018). Conservative disclosure. *Journal of Financial Reporting*, 3 (1): 73-92.
- Guo, J., Huang, P., Zhang, Y. (2020). Accounting conservatism and corporate social responsibility. *Advances in accounting*, 51, 100501.
- Harris, R., Siegel, D. S., Wright, M. (2005). Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: Plant-level evidence from the United Kingdom. *Review of Economics and Statistics*, 87(1), 148-153.
- Hartzell, J. C., Ofek, E., Yermack, D. (2004). What's in it for me? CEOs whose firms are acquired. *The Review of Financial Studies*, 17(1), 37-61.
- Haw, I. M., Lee, J. J., Lee, W. J. (2014). Debt financing and accounting conservatism in private firms. *Contemporary Accounting Research*, 31 (4): 1220-1259.
- Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of accounting and economics*, 20 (2): 125-153.
- Healy, P. M., Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.
- Heflin, F., Hsu, C., Jin, Q. (2015). Accounting conservatism and street earnings. *Review of Accounting Studies*, 20 (2): 674-709.
- Holthausen, R. W., Leftwich, R. W. (1983). The economic consequences of accounting choice implications of costly contracting and monitoring. *Journal of accounting and economics*, 5: 77-117.
- Hugon, A., Muslu, V. (2010). Market demand for conservative analysts. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (1): 42-57.
- Hui, K. W., Matsunaga, S., Morse, D. (2009). The impact of conservatism on management earnings forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 47 (3): 192-207.
- Imam, S., Barker, R., Clubb, C. (2008). The use of valuation models by UK investment analysts. *European accounting review*, 17(3), 503-535.

- Iwasaki, T., Otomasa, S., Shiiba, A., Shuto, A. (2018). The role of accounting conservatism in executive compensation contracts. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45 (9-10): 1139-1163.
- Iyengar, R. J., Zampelli, E. M. (2010). Does accounting conservatism pay? *Accounting & Finance*, 50 (1): 121-142.
- Jackson, S. B., Liu, X. (2010). The allowance for uncollectible accounts, conservatism, and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 48 (3): 565-601.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Agency Costs and the Theory of the Firm. *Journal of financial economics*, 3 (4): 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76 (2): 323-329.
- Jensen, M. C. (1988). The takeover controversy: Analysis and evidence. *Knights, raiders and targets: The impact of the hostile takeover*, 314-54.
- Jensen M. C. (1989), « Eclipse of the public corporation », *Harvard Business Review*, septembre-octobre, p. 61-74.
- Jensen, M. C. (1989). Active investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy. *Journal of applied corporate finance*, 2(1), 35-44.
- Jensen M. C. (1993), « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems », *the Journal of Finance*, vol.48, n°3, p. 831-880.
- Jensen, M. C. (2019). Eclipse of the public corporation. In *Corporate governance* (pp. 239-252). Gower.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228.
- Jordan, C. E., Clark, S. J. (2015). Do Canadian companies employ big bath accounting when recording goodwill impairment. *International journal of economics and finance*, 7(9), 159.
- Jung, J. H., Lim, S. S., Pae, J., Yoo, C. Y. (2017). Do analysts who understand accounting conservatism exhibit better forecasting performance? *Journal of Business Finance & Accounting*, 44 (7-8): 953-985.
- Kang, D., Zhuang, Z. (2019). Should companies care who their lender is? Evidence from loan covenants. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57: 101038.
- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of financial economics*, 24(2), 217-254.
- Kaplan, S. (1989). Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value. *The journal of finance*, 44(3), 611-632.

- Kaplan, S. N., Stein, J. C. (1990). How risky is the debt in highly leveraged transactions? *Journal of Financial Economics*, 27(1), 215-245.
- Kaplan, S. N. (1993). The staying power of leveraged buyouts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(1), 15-24.
- Kaplan S. N., Stein J. C. (1993), « The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n°2, p. 313-357.
- Kaplan S. N. et Stromberg P. (2009), « Leveraged buyouts and private equity », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n°1, p. 121-46.
- Khalifa, M., Zouaoui, H., Othman, H. B., Hussainey, K. (2019). Exploring the nonlinear effect of conditional conservatism on the cost of equity capital: Evidence from emerging markets. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 36, 100272.
- Khalifa, M., Ben Othman, H. (2015). The effect of conservatism on cost of capital: MENA evidence. *Applied Economics*, 47 (1): 71-87.
- Khan, M., Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150.
- Kim, Y., Li, S., Pan, C., Zuo, L. (2013). The role of accounting conservatism in the equity market: Evidence from seasoned equity offerings. *The Accounting Review*, 88 (4): 1327-1356.
- Kim, J. B., Nekrasov, A., Shroff, P. K., Simon, A. (2019). Valuation Implications of Unconditional Accounting Conservatism: Evidence from Analysts' Target Prices. *Contemporary Accounting Research*, 36 (3): 1669-1698.
- Kim, B. H., Pevzner, M. (2010). Conditional accounting conservatism and future negative surprises: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29 (4): 311-329.
- Kim, J. B., Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33 (1): 412-441.
- Kochhar, R. (1996). Explaining firm capital structure: The role of agency theory vs. transaction cost economics. *Strategic Management Journal*, 17(9), 713-728.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- Kothari, S. P., Mizik, N., Roychowdhury, S. (2016). Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation. *The accounting review*, 91(2), 559-586.

- Kothari, S. P., Ramanna, K., Skinner, D. J. (2010). Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3): 246-286.
- Kothari, M. F., Stubben, S. R. (2015). The effect of target-firm accounting quality on valuation in acquisitions. *Review of Accounting Studies*, 20(1), 110-140.
- Kousenidis, D. V., Ladas, A. C., Negakis, C. I. (2009). Value relevance of conservative and non-conservative accounting information. *The international journal of accounting*, 44 (3): 219-238.
- Kwon, Y. K., Newman, D. P., Suh, Y. S. (2001). The demand for accounting conservatism for management control. *Review of Accounting Studies*, 6 (1): 29-52.
- Kwon, Y. K. (2005). Accounting conservatism and managerial incentives. *Management science*, 51(11), 1626-1632.
- LaFond, R., Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. *The Accounting Review*, 83 (2): 447-478.
- Lagneau-Ymonet P. et Riva A. (2012), *Histoire de la bourse*, La Découverte.
- Lambert, R., Leuz, C., Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 45 (2): 385-420.
- Lambert, R. A., Leuz, C., Verrecchia, R. E. (2012). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of finance*, 16 (1): 1-29.
- Landsman, W. R., Maydew, E. L. (2002). Has the information content of quarterly earnings announcements declined in the past three decades? *Journal of Accounting Research*, 40 (3): 797-808.
- Laux, C., & Laux, V. (2024). Accounting conservatism and managerial information acquisition. *Journal of Accounting and Economics*, 77(2-3), 101630.
- Laux, V., Ray, K. (2020). Effects of accounting conservatism on investment efficiency and innovation. *Journal of Accounting and Economics*, 70 (1) : 101319.
- Lawrence, A., Sloan, R., Sun, Y. (2013). Non-discretionary conservatism: Evidence and implications. *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2-3): 112-133.
- Leftwich, R. (1983). Accounting information in private markets: Evidence from private lending agreements. *Accounting Review*, 23-42.
- Lehn, K., Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *the Journal of Finance*, 44(3), 771-787.
- Le Nadant, A. L. (1999). La gestion des résultats comptables précédant les opérations de LBO françaises. *Comptabilité-contrôle-audit*, 5(2), 61-82.

- Lerner, J., Sorensen, M., Strömberg, P. (2011). Private equity and long-run investment: The case of innovation. *The Journal of Finance*, 66(2), 445-477.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69 (3): 505-527.
- Lev, B., Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting research*, 37 (2): 353-385.
- Li, X. (2015). Accounting conservatism and the cost of capital: An international analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42 (5-6): 555-582.
- Lichtenberg, F. R., Siegel, D. (1990). The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior. *Journal of financial economics*, 27(1), 165-194.
- Lim, R. (2011). Are corporate governance attributes associated with accounting conservatism? *Accounting & Finance*, 51 (4): 1007-1030.
- Lin, H. (2006). Accounting discretion and managerial conservatism: An intertemporal analysis. *Contemporary Accounting Research*, 23 (4): 1017-1041.
- Marquardt, C., Zur, E. (2015). The role of accounting quality in the M&A market. *Management Science*, 61(3), 604-623.
- Manigart S., De Waele K., Wright M., Robbie K., Desbrières P., Sapienza H., et Beekman A. (1999), « Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: a comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland ».
- Mao, Y., Renneboog, L. (2015). Do managers manipulate earnings prior to management buyouts? *Journal of Corporate Finance*, 35, 43-61.
- Mard, Y. (2006). Les cessions d'actifs : un moyen de gérer le résultat comptable ? In *COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION (S)*.
- Martinez, I., Serve, S. (2017). *Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda*. *Journal of Economic Surveys*, 31(3), 733-770.
- Matray L. (1992) « L'impérieuse nécessité des fonds propres », *Revue d'économie financière*, n°20, p. 3-27.
- Maurice, Y., Mard, Y., Séverin, É. (2020). The effect of earnings management on debt maturity: An international study. *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 26(2), 125-156.
- Missonier-Piera, F., Spadetti, C. (2023). The consequences of earnings management for the acquisition premium in friendly takeovers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 50(1-2), 308-334.

- Meucci, F., Caldarelli, A., & Maffei, M. (2025). Direct and indirect effects of unconditional conservatism on investment efficiency. *Journal of Applied Accounting Research*, 26(3), 554-576.
- Mora, A., Walker, M. (2015). The implications of research on accounting conservatism for accounting standard setting. *Accounting and Business Research*, 45 (5): 620-650.
- Morck R., Shleifer A., et Vishny R. W. (1988), « Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers », in *Corporate takeovers: Causes and consequences*. University of Chicago Press.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5 (2): 147-175.
- Myers S. C. (1984), « The capital structure puzzle », *The journal of finance*, vol. 39, n°3, p. 574-592.
- Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have (No. w1396). National Bureau of Economic Research.
- Neag, R., Mașca, E. (2015). Identifying accounting conservatism—a literature review. *Procedia Economics and Finance*, 32: 1114-1121.
- Nikolaev, V. V. (2010). Debt covenants and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 48 (1): 137-176.
- Opler, T., Titman, S. (1993). The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs. *The journal of Finance*, 48(5), 1985-1999.
- Pae, J., Thornton, D., Welker, M. (2005). The link between accounting conservatism in balance sheets and income statements: empirical implications. *Contemporary Accounting Research*, 22 (3): 693-717.
- Pae, J., Thornton, D. B. (2010). Association between accounting conservatism and analysts' forecast inefficiency. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39 (2) : 171-197.
- Palard J. E., Barrédy C., et Bedu N. (2013), « LBO, structure de propriété familiale et fonds d'investissement Quel impact sur l'évaluation et la performance des cibles post-LBO ? », *Finance Contrôle Stratégie*, n°16-3.
- Pan, Xiaofei. Accounting conservatism, bank lending and firm investment: Evidence from a quasi-experiment of China's stimulus package. *Pacific-Basin Finance Journal* 44 (2017): 64-79.

- Paturel R. (1984), « Redéploiement des entreprises françaises en 1983 : la poursuite des stratégies de recentrage et d'internationalisation », *Revue d'économie industrielle*, vol. 29, n°1, p. 96-106.
- Penalva, F., Wagenhofer, A. (2019). Conservatism in debt contracting: theory and empirical evidence. *Accounting and Business Research*, 49 (6): 619-647.
- Penalva, F., Wagenhofer, A. (2021). Conservatism in debt contracting: theory and empirical evidence. *Accounting and Debt Markets*, 4-32.
- Penman, S. H., Zhang, X. J. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The accounting review*, 77 (2): 237-264.
- Penman, S., Zhang, X. J. (2020). A theoretical analysis connecting conservative accounting to the cost of capital. *Journal of Accounting and Economics*, 69 (1): 101236.
- Perry, S. E., Williams, T. H. (1994). Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting and Economics*, 18(2), 157-179.
- Pope, P. F., Walker, M. (1999). International differences in the timeliness, conservatism, and classification of earnings. *Journal of accounting research*, 37: 53-87.
- Porta R. L., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., et Vishny R. W. (1998), « Law and finance », *Journal of political economy*, vol. 106, n°6, p. 1113-1155.
- Qiang, X. (2003). The economic determinants of self-imposed accounting conservatism. *Dissertation, Ph. D. Candidate in Accounting Department of Accounting and Law School of Management State University of New York at Buffalo*.
- Qiang, X. (2007). The effects of contracting, litigation, regulation, and tax costs on conditional and unconditional conservatism: Cross-sectional evidence at the firm level. *The accounting review*, 82 (3): 759-796.
- Quennouëlle-Corre L. (2018), « Les réformes financières de 1982 à 1985. », *Vingtième Siècle. Revue d'histoire*, n°2, p. 65-78.
- Raman, K., Shivakumar, L., Tamayo, A. (2013). Target's earnings quality and bidders' takeover decisions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1050-1087.
- Rappaport, A. (1990). The staying power of the public corporation. *Harvard business review*, 68(1), 96-104.
- Ribeiro, A., Shan, Y., Taylor, S. (2019). Non-GAAP earnings and the earnings quality trade-off. *Abacus*, 55 (1): 6-41.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370.

- Roychowdhury, S., Watts, R. L. (2007). Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44 (1-2): 2-31.
- Roychowdhury, S., Martin, X. (2013). Understanding discretion in conservatism: An alternative viewpoint. *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2-3): 134-146.
- Roychowdhury, S., Shroff, N., & Verdi, R. S. (2019). The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review. *Journal of Accounting and Economics*, 68(2-3), 101-124.
- Ruch, G. W., Taylor, G. (2015). Accounting conservatism: A review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 34: 17-38.
- Salehi, M., Ghasemi Sarnish, T., & Rababah, A. (2025). The relationship between financial statement comparability and accounting conditional and unconditional conservatism. *Asian Journal of Accounting Research*, 10(3), 222-241.
- Sapienza H. J., Manigart S. et Vermeir W. (1996), « Venture capitalist governance and value added in four countries », *Journal of Business Venturing*, vol. 11, n°6, p. 439-469.
- Shalev, R. (2009). The information content of business combination disclosure level. *The Accounting Review*, 84 (1) : 239-270.
- Shalev, R., Zhang, I. X., Zhang, Y. (2013). CEO compensation and fair value accounting: Evidence from purchase price allocation. *Journal of Accounting Research*, 51 (4) : 819-854.
- Schleifer, A., Summers, L. (1988). Corporate takeovers as breach of trust. *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. University of Chicago Press, Chicago.
- Shleifer A., Vishny R. W. (1987), « Management buyouts as a response to market pressure », in *Mergers and acquisitions*, University of Chicago Press.
- Skaife, H. A., Wangerin, D. D. (2013). Target financial reporting quality and M&A deals that go bust. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 719-749.
- Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of accounting research*, 32 (1): 38-60.
- Smith Jr, C. W., Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond covenants. *Journal of financial economics*, 7 (2): 117-161.
- Sohn, B. C. (2012). Analyst forecast, accounting conservatism and the related valuation implications. *Accounting & Finance*, 52 (1): 311-341.
- Suijs, J. (2008). On the value relevance of asymmetric financial reporting policies. *Journal of Accounting Research*, 46 (5): 1297-1321.
- Sun, Y., Xu, W. (2012). The role of accounting conservatism in management forecast bias. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 8 (2): 64-77.

- Sunder, J., Sunder, S. V., Zhang, J. (2018). Balance sheet conservatism and debt contracting. *Contemporary Accounting Research*, 35 (1): 494-524.
- Tang, V. W., Li, K. K. (2008). Earnings quality and future capital investment: Evidence from discretionary accruals. *Available at SSRN 1265320*.
- Thijssen, M. W. P., Iatridis, G. E. (2016). Conditional conservatism and value relevance of financial reporting: A study in view of converging accounting standards. *Journal of multinational financial management*, 37-38: 48-70.
- Thompson, S., Wright, M., Robbie, K. (1990). Management buy-outs from the public sector: Ownership form and incentive issues. *Fiscal Studies*, 11(3), 71-88.
- Thompson, R. S., Wright, M., Robbie, K. (1992). Management equity ownership, debt and performance: some evidence from UK management buyouts. *Scottish Journal of Political Economy*, 39(4), 413-430.
- Tutuncu, L. (2019). Earnings management and performance of management buyouts. *Managerial Finance*, 45(10/11), 1363-1381.
- Tyebjee T., et Vickery L. (1988), « Venture capital in Western Europe », *Journal of Business Venturing*, vol.3, n°2, p. 123-136.
- Vichitsarawong, T., Eng, L. L., Meek, G. K. (2010). The impact of the Asian financial crisis on conservatism and timeliness of earnings: Evidence from Hong Kong, Malaysia, Singapore, and Thailand. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21 (1): 32-61.
- Vander Bauwhede, H., Gent, V. (2007). The impact of conservatism on the cost of debt: Conditional versus unconditional conservatism. *Leuven: Katholieke Universiteit Leuven*.
- Vasvari, F. D. P. (2006). *Managerial incentive structures, conservatism and the pricing of syndicated loans*. University of Toronto.
- Walsh, P., Craig, R., Clarke, F. (1991). 'Big bath accounting' using extraordinary items adjustments: Australian empirical evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 18 (2): 173-189.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory. *Prentice-Hall Inc*.
- Watts, R. L. (1993). A proposal for research on conservatism. *Simon School of Business Working Paper FR*, 93-13.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting horizons*, 17 (3): 207-221.

- Wittenberg-Moerman, R. (2008). The role of information asymmetry and financial reporting quality in debt trading: Evidence from the secondary loan market. *Journal of Accounting and Economics*, 46 (2-3): 240-260.
- Wright M., Robbie K., Chiplin B. et Albrighton M. (2000), « The development of an organisational innovation: Management buy-outs in the UK, 1980–97 », *Business History*, vol. 42, n°4, p. 137-184.
- Wright M., Robbie K. (1999) Management buy-outs and venture capital: Into the next millenium, Cheltenham by Elgar.
- Wright M., Thompson S. et Robbie K. (1992), « Venture capital and management-led, leveraged buy-outs: a European perspective », *Journal of Business venturing*, vol. 7, n°1, p. 47-71.
- Wright M., Thompson S. et Robbie K. (1993), « Finance and control in privatisation by management buyout », *Financial Accountability & Management*, vol. 9, n°2, p. 75-99.
- Wright, M., Buck, T., Filatotchev, I. (2002). Post–Privatization Effects of Management and Employee Buy–outs. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 73(3), 303-352.
- Wu, Y. W. (1997). Management buyouts and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 12(4), 373-389.
- Wulf, J. (2004). Do CEOs in mergers trade power for premium? Evidence from “mergers of equals”. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 20(1), 60-101.
- Yu, Y. (2015). Earnings management and corporate governance mechanisms prior to leveraged buyouts in the UK, *Doctoral dissertation*, Durham University.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The accounting review*, 87(2), 675-703.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of accounting and economics*, 45 (1): 27-54.
- Zhang, Y. (2020). Conditional conservatism and trade credit during the global financial crisis. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39 (4): 106728.
- Zhong, Y., Li, W. (2017). Accounting conservatism: A literature review. *Australian Accounting Review*, 27(2), 195-213.

ANNEXES

Article 2 : le LBO Français : adaptation et diffusion d'une innovation financière dans un contexte de libéralisation financière (1980 – 1992)

Annexe 1 : Sources de données

Événements et opérations en lien avec les LBO et RES :

Financial Times : 22 mai 1985 : Why Beneteau Took On The World / Focus on French sailing boat company.

Le Monde : 26 juin 1985 : La « participation » américaine.

Le Monde : 17 juillet 1986 : Les fonderies Waeles sont reprises par leurs cadres

Le Monde : 17 janvier 1987 : TF1 : les salariés candidats au rachat.

Le Monde : 24 janvier 1987 : Managers at the soon to be privatised French TV channel TF1 have formulated plans for an employee buy-out.

Le Monde : 7 février 1987 : - Le coût de la cession de TF1 Les réactions.

- Un coût élevé, des conditions draconiennes, des candidats hésitants TF1 : le prix du risque

Le Monde : 19 février 1987 : La privatisation de TF 1 La reprise de la chaîne intéresse près de la moitié des salariés.

Le Monde : 27 février 1987 : Une privatisation délicate pour le gouvernement Vendre l'IDI à ses cadres ou à des groupes financiers ?

Le Monde : 7 mars 1987 : - Moulinex : Le paternalisme à l'épreuve.

- L'IDI : un outil et des hommes.

Plastiques Modernes et Elastomères : 24 mars 1987 : Management buyout at Maine Plastiques.

Le Monde : 25 mars 1987 : La privatisation de TF 1 L'attente du personnel.

Le Monde : 28 mars 1987 : Un entretien avec M. Hervé Bourges, PDG de TF1 "L'audiovisuel n'est pas un jouet".

Les Echos : 2 avril 1987 : Chantiers Jeanneau of France is to be bought from its parent, Lear Siegler of the USA, by its management and employees.

Texte multiple Source collection (1984-1994) : 11 avril 1987 : French leisure boats manufacturer Jeanneau has now been bought out of Lear Siegler by its employees, who are setting up a holding company to take a 51% stake.

Le Monde : 23 avril 1987 : Moulinex espère retrouver des bénéfices en 1988.

Chimie Actualities : 28 avril 1987 : Rhone-Poulenc sells another textile company.

Information Chimie Hebdo : 29 avril 1987 : Rhone-Poulenc allows a management buy-out at Godde-Bedin.

Le Monde : 4 juin 1987 : 163,78 F par action L'Etat met en vente l'Institut de développement industriel.

Le Monde : 6 juillet 1987 : Le dossier du Crédit national n'ayant pas été retenu L'Institut de développement industriel sera repris par ses salariés.

Le Monde : 30 juillet 1987 : La CGE cède 51% de la SESA à Cap Gemini Sogeti.

Texte multiple Source collection (1984-1994) : 3 novembre 1987 : A group of investors led by Bertrand Dechery is set to acquire a majority stake in French cutlery manufacturer Guy Degrenne.

Le Monde : 12 mars 1988 : Des salariés de Rhin-Rhône pourraient s'opposer à l'offre de Bolloré.

Texte multiple Source collection (1984-1994) : 18 mars 1988 : Employees at the French Rhin-Rhone oil products distribution company took to the street on 10 March to protest at the bid made by Bolloré Technologies to take over the company.

Texte multiple Source collection (1984-1994) : 19 mars 1988 : Matra, the recently privatised French defence and electronics group, has spun off Lebranchu, its car components subsidiary, in a management buyout.

Le Monde : 23 mars 1988 : Indosuez prend le contrôle de France-Ebauches.

Le Monde : 9 avril 1988 : Rhin-Rhône : la course d'obstacles de Bolloré

Financial Times : 30 avril 1988 : leading electrical retailer, is taking pre-emptive action against a possible predator, with a Ffr 6.65bn (\$1.2 bn) management buyout.

Le Monde : 2 mai 1988 : Pour limiter les droits de succession Darty se vend à ses salariés.

Le Monde : 5 mai 1988 : Cinq mille salariés propriétaires de leur entreprise Darty le contrat de reprise.

Le Monde : 7 mai 1988 : Une reprise de confiance.

Les Echos : 17 mai 1988 : Quercymetal, the French DIY materials distribution company, has filed for bankruptcy.

Financial Times : 19 mai 1988 : The management group leading the FFr 7.1bn (\$1.23bn) leveraged buyout of this leading electrical retailer has acquired two-thirds of the company's capital and is thus assured of success in its bid.

Le Monde : 28 mai 1988 : Le compromis entre Schneider et Framatome en suspens M. Suard (CGE) arbitre du dossier Télémécanique

Les Echos : 29 mai 1988 : More than two thirds of the Darty group's capital is now held by its employees.

Le Monde : 3 juin 1988 : Télémécanique (suite) La guerre des nerfs continue.

Le Monde : 9 juin 1988 : La leçon de M. Lemarchand, PDG de Pier Import Acheter, développer et vendre aux salariés.

Financial Times : 16 juin 1988 : Paris Bourse To Rule On Takeover Of Telemecanique.

Le Monde : 16 juin 1988 : Les autres solutions ayant échoué Schneider est sur le point de reprendre Télémécanique.

Les Echos : 22 juin 1988 : Allevard Industries is to be introduced to the second market in Paris.

Le Monde : 24 juin 1988 : Financiere Darty holds over 80% of Darty shares.

Texte multiple Source collection (1984-1994) : 7 juillet 1988 : Financiere Darty controls 95.2% of Darty SA.

Le Monde : 27 juillet 1988 : Reprise de Normerel par ses salariés.

Texte multiple Source collection (1984-1994) : 22 août 1988 : Financiere Darty now owns 96.75% of Darty.

Reuter news : 23 août 1988 : DARTY HAS 95.2 PCT OF SHARES AFTER BUY-OUT.

Financial Times : 25 août 1988 : Stock Exchange launches probe into shares.

Le Monde : 25 août 1988 : Darty : une mise au point.

Texte multiple Source collection (1984-1994) : 26 août 1988 : COB opens inquiry into Darty affair.

Le Monde : 30 septembre 1988 : Les serrures Chauvat-Sofrang cédées au personnel.

Le Monde : 5 octobre 1988 : Après son rachat par ses salariés L'Institut de développement industriel a entièrement remboursé sa dette.

Le Monde : 18 octobre 1988 : Un an après le krach boursier : La bulle dégonflée.

Le Monde : 19 novembre 1988 : Un capital de fidélité.

Le Monde : 24 mars 1989 : A l'occasion d'une RES Des salariés rachètent 35 % du capital de Latécoère.

Le Monde : 25 avril 1989 : RES chez Gérard Pasquier... et chez Eminence.

Le Monde : 3 mai 1989 : La SODETEG revient chez Thomson.

Texte multiple Source collection (1984-1994) : 4 mai 1989 : Eminence is acquired by employees.

Reuter News : 5 juillet 1989 : FRENCH BOURSE AUTHORITY PROBES DARTY BUYOUT.

Le Monde : 5 juillet 1989 : Conflits d'actionnaires à l'Est républicain et la Voix du Nord Batailles dans la presse régionale.

Le Monde : 10 juillet 1989 : Promoviande rachetée par ses salariés.

Financial Times : 13 juillet 1989 : Nu-Swift To Give Up Control Of Sicli.

Le Monde : 13 juillet 1989 : La COB enquête sur le numéro un de la distribution dans l'électroménager Des actionnaires minoritaires de Darty s'estiment lésés par les conditions de la reprise par les salariés

Le Monde : 14 juillet 1989 : Rachat de Sicli.

Financial Times : 18 juillet 1989 : Nu-Swift quote questioned.

Le Monde : 18 juillet 1989 : Stock Exchange Commission leads enquiry into Darty buy out operation.

Le Monde : 22 juillet 1989 : L'avenir de l'Agence centrale de presse M. Michel Burton, ancien directeur général, candidat au rachat.

Le Monde : 14 novembre 1989 : LMBO : affaire de pros !

Le Monde : 14 novembre 1989 : Avant 1989.

Reuter News : 14 novembre 1989 : Report on french Darty buy-out sent to prosecutor

Financial Times : 15 novembre 1989 : - Sparks fly over Darty buy-out: The troubles of the biggest LMBO in France.

- Market Officials criticize Darty acquisition

Reuter News : 15 novembre 1989 : Darty Rejects Bourse criticism of 1988 Buy-Out.

Financial Times : 16 novembre 1989 : Nu-Swift's \$214M Sales of Offshoot collapses

Financial Times : 16 novembre 1989 : Darty buy-out is under investigation.

Financial Times : 29 novembre 1989 : Nu-Swift's Sicli stake valued at ffr299m.

Reuter news : 30 novembre 1989 : France's Fougerolle plans management buyout.

Le Monde : 2 décembre 1989 : Avec l'appui de Paribas Le personnel de Fougerolle est invité à racheter l'entreprise.

Le Monde : 15 décembre 1989 : A Lille La bataille pour le contrôle de " la Voix du Nord " continue.

Financial Times : 19 décembre 1989 : Police to investigate Darty buyout.

Le Monde : 12 janvier 1990 : Minority shareholder in Darty has requested takeover bid.

Le Monde : 15 janvier 1990 : Pas d'offre de retrait sur Darty.

Le Monde : 26 janvier 1990 : JPM - Bricard : la clef du rapprochement.

Le Monde : 26 janvier 1990 : JPM - Bricard : La Générale des eaux dépasse la minorité de blocage dans Fougerolle.

Financial Times : 6 février 1990 : Nu-Swift sells Sicli stake for Pounds 184m: Lengthy negotiations end in France's largest leveraged buy-out.

Financial Times : 9 février 1990 : Nu-Swift sells stake in Sicli for FFr 1,768m.

Les Echos : 13 février 1990 : Societe des Bourses Francaises continues the inquiry into the Darty management buyout.

Le Monde : 22 février 1990 : Plus de 70 % du personnel de Fougerolle participe au RES.

Les Echos : 30 mars 1990 : - French prosecutor opens Darty affair proceedings

- Siparex to be introduced onto the stock market.

Option Finance : mars 1990 : La Parisienne des sciures creuse ses niches.

The independant London : 5 Mai 1990 : BSN raises barricades against takeover.

Texte multiple Source collection (1984-1994) : 16 juillet 1990 : Jeanneau unveils strategy.

The Sunday Times : Alcatel seeks a slice of the racal action.

Le Monde : 14 septembre 1990 : Des bouteilles à 36 000 à l'heure.

Le Monde : 3 octobre 1990 : Restructuration dans l'industrie du tourisme Les Wagons-lits et Sodexho négocient leur divorce.

Les Echos : 15 janvier 1991 : Abrasive industries reprend Durrschmidt.

Les Echos : 18 janvier 1991 : Opodex racheté par Olivier-Noël Martin.

Le Monde : 22 janvier 1991 : Jean Mantelet aura lutté jusqu'au bout pour Moulinex.

Le Monde : 23 janvier 1991 : Pier Import pourrait être cédé

Les Echos : 24 janvier 1991 : Hutchinson prend la majorité de Spontex.

Les Echos : 24 janvier 1991 : Pinault choisit de garder Transcap.

Les Echos : 28 janvier 1991 : Darnal et Regali candidats pour la reprise de Pier Import.

Les Echos : 28 janvier 1991 : Les chantiers Jeanneau se préparent à la baisse des commandes.

Les Echos : 29 janvier 1991 : Les patrons de Darnal s'offrent Pier Import.

Les Echos : 29 janvier 1991 : Fougerolle contraint de jouer la prudence.

Les Echos : 5 février 1991 : Bruno Petit dépose son bilan.

Les Echos : 11 février 1991 : Les actions Bic s'envolent en Bourse.

Textline Multiple Source Collection (1980-1994) : 27 février 1991 : Schiesser of Switzerland acquires majority stake in Eminence.

Les Echos : 21 février 1991 : Accor et Wagons-Lits bouclent leur partage dans la restauration.

Les Echos : 22 février 1991 : VEV se sépare de Pennel & Flipo et de Sublistatic..

Les Echos : 25 février 1991 : TEXTILE Fin du RES.

Les Echos : 26 février 1991 : Rupture consommée entre Wagons-Lits et Sodexho.

Les Echos : 27 février 1991 : Alain Gomez: « TCE sera une bonne affaire à partir de 1995 »

Les Echos : 27 février 1991 : L'électroménager ne sera pas cédé.

Les Echos : 6 mars 1991 : Elsydel repris par ses salariés.

Le Monde : 15 mars 1991 : Les aventures de Jeanneau.

Les Echos : 15 mars 1991 : Forte progression des interventions de l'IPO.

Le Monde : 15 mars 1991 : L'émancipation de la Générale de restauration.

Option Finance : 18 mars 1991 : La Générale de restauration reprise en LMBO.

Les Echos : 19 mars 1991 : Ouest: la responsabilité compense le handicap géographique.

Les Echos : 21 mars 1991 : Rolex convoite l'horlogerie de Frésard Panneton.

Texte multiple line collection (1980-1994) : Usinor Takes Full control of Spring manufacturer Allevar industries

Les Echos : 2 avril 1991 : Ascometal regroupe ses suspensions pour l'automobile.

Les Echos : 2 avril 1991 : GSI a remboursé son RES avec deux ans d'avance.

Les Echos : 3 avril 1991 : Allevard Industries restera coté en Bourse.

Le Monde : 4 avril 1991 : Usinor-Sacilor fait de sa filiale Allevard industries le numéro deux européen de la suspension.

Les Echos : 5 avril 1991 : Marcel Leblanc se désengagerait d'ELM-Leblanc.

Les Echos : 10 avril 1991 : Sanofi vend Satelec aux cadres.

Les Echos : 10 avril 1991 : - Generale de restauration AIMS AT LOCAL AUTHORITIES MARKET.

- Catering specialists begin new strategies.

Les Echos : 16 avril 1991 : LMBO sur Narbur.

Les Echos : 16 avril 1991 : Les pouvoirs publics se penchent sur SMT Goupil.

Les Echos : 19 avril 1991 : VEV vend Gravograph aux cadres.

Les Echos : 24 avril 1991 : ISL repris par ses salariés.

Les Echos : 13 mai 1991 : La responsabilité des banques.

Les Echos : 15 mai 1991 : Textile: les socialistes demandent un plan d'urgence.

Le Monde : 15 mai 1991 : L'Etat et les banques sauvent la société VEV-Prouvost du dépôt de bilan.

Les Echos : 15 mai 1991 : Unidev prépare une augmentation de capital pour l'automne.

Le Monde : 16 mai 1991 : MB Electronique va faire l'objet d'un RES.

Les Echos : 21 mai 1991 : Bull accepte le RES de Prologue SA.

Les Echos : 21 Mai 1991 : Pile et Pulls va devoir renforcer ses fonds propres.

Les Echos : 22 mai 1991 : Montupet prépare une importante acquisition.

Le Monde : 24 mai 1991 : Bull revend une branche aux salariés.

Les Echos : 24 mai 1991 : VEV: Bruxelles demande des éclaircissements à Paris.

Les Echos : 3 juin 1991 : Le groupe Kindy passe sous le contrôle d'un pool de financiers.

Les Echos : 3 juin 1991 : Le Bozec et Gautier: RES sur le département filtration.

Les Echos : 3 juin 1991 : MB Electronique valorisé 600 francs par action.

Les Echos : 5 juin 1991 : MB Electronique.

Les Echos : 6 juin 1991 : Jeanneau en passe d'être racheté.

Le Monde : 12 juin 1991 : Un travail d'équilibriste Spécialisée dans l'aéronautique, SOPYMEP répartit les risques.

Les Echos : 12 juin 1991 : SMT Goupil offrira dans un an la minorité de blocage à Olivetti.

Les Echos : 16 juin 1991 : 674 licenciements chez Jeanneau.

Les Echos : 18 juin 1991 : SMT Goupil dépose son bilan.

Les Echos : 24 juin 1991 : VEV serait viable selon l'audit de Brossard.

Les Echos : 24 juin 1991 : Olivetti-SMT Goupil: dernière ligne droite.

Les Echos : 7 juin 1991 : Le groupe Chatellier industrie prends la barre de Jeanneau.

Les Echos : 4 juillet 1991 : Guy Degrenne ouvre son capital à Lazard et Clinvest.

Les Echos : 10 juillet 1991 : Plus aucun espoir pour SMT-Goupil.

Les Echos : 12 juillet 1991 : Les salariés-actionnaires décidés à plaider leur cause.

Le Monde : 12 juillet 1991 : La mise en liquidation de SMT-Goupil devrait être prononcée.

Les Echos : 12 juillet 1991 : SMT-Goupil mise en liquidation.

Les Echos : 17 juillet 1991 : Le sort de Gravograph suspendu à celui du groupe.

Les Echos : 19 juillet 1991 : VEV: Barberis et les banques prennent le pouvoir.

Les Echos : 19 juillet 1991 : VEV: le plan des banquestient la corde.

Les Echos : 25 juillet 1991 : La COB transmet le dossier SMT Goupil à la justice.

Les Echos : 1er août 1991 : Les conditions de la cession de Gravograph suscitent des critiques.

Le Monde : 1er août 1991 : L'accord sur VEV-Prouvost est signé.

Les Echos : 3 septembre 1991 : La cotation des actions MB Electronique est suspendue.

Les Echos : 2 août 1991 : La BNP veut développer son activité LBO et RES.

The Asian Wall Street Journal : 12 août 1991 : European Brief – France: Accor Revenue Slips.

Les Echos : 5 septembre 1991 : INFORMATIQUE.

Les Echos : 11 septembre 1991 : Le LBO sur la financière Daniel comprend 56% de dettes.

Option Finance : 16 septembre 1991 : Gravograph : RES finalisé.

Les Echos : 23 septembre 1991 : Le Printemps suscite de nombreuses convoitises sur fond de tensions.

Les Echos : 25 octobre 1991 : Dénouement prochain pour Normerel.

Les Echos : 4 novembre 1991 : TPI résiste dans la tourmente du luxe.

Les Echos : 14 novembre 1991 : Waeles: convention d'actionnaires.

Les Echos : 27 novembre 1991 : Allied-Lyons cède une unité de vins et de cidre à ses cadres.

La Tribune : 29 novembre 1991 : Les petites affaires continuent.

Les Echos : 5 décembre 1991 : Téléflex Lionel-Dupont prend le contrôle de Précilec.

Les Echos : 6 décembre 1991 : La plaisance attend une éclaircie.

Les Echos : 10 décembre 1991 : Printemps: les minoritaires engagent un recours.

Les Echos : 9 juin 1992 : Bernard Tapie Finance a perdu 295 millions de francs en 1991.

Les Echos : 25 juin 1992 : Le RES a relancé Sublistatic.

Les Echos : 30 juin 1992 : GPRI ne voit pas de signes de reprise.

Les Echos : 1er juillet 1992 : Terraillon: le RES est signé.

Les Echos : 2 juillet 1992 : Sidel franchit le cap du milliard de chiffre d'affaires.

Les Echos : 3 juillet 1992 : Polymark prépare son retour à la bourse de Londres.

Les Echos : 28 juillet 1992 : Trophy repris par ses salariés et LBO France.

Les Echos : 28 août 1992 : Fougerolle et SAE fusionnent pour concrétiser leur mariage.

Le Monde : 11 septembre 1992 : Recentrant ses activités Le groupe Pelège vend ses hôtels à Holiday Inn.

Les Echos : 29 septembre 1992 : Proposition de RES au « Journal des finances ».

Les Echos : 30 septembre 1992 : Menaces de suppressions d'emploi à l'ACP-Telpresse.

Les Echos : 1 octobre 1992 : Gerland sols et revêtements repris par Europe Capital Partner.

Les Echos : 6 octobre 1992 : Bernard Tapie Finance poursuit son programme de cessions.

Les Echos : 14 octobre 1992 : Ciments Français: la COB s'intéresse au dossier Guintoli.

Les Echos : 15 octobre 1992 : Ciments Français: négociations Paribas-Italcementi.

Les Echos : 27 octobre 1992 : Ciments Français: Paribas consent un rabais de 500 millions à Italcementi.

Chimie Actualities : 30 octobre 1992 : Gerland sells its floorings and coatings activities.

Les Echos : 30 octobre 1992 : Terraillon pèse à nouveau sur Bernard Tapie Finance.

Les Echos : 4 novembre 1992 : 3 I entre chez Rhonetex à l'occasion d'un RES.

Le Monde : 20 novembre 1992 : VIE DES ENTREPRISES Dissensions entre actionnaires La Générale des eaux empêche la fusion Fougerolle-SAE.

Les Echos : 25 novembre 1992 : Paribas pourrait être contraint à l'OPA sur Guintolli.

The wallstreet Journal, europe edition : 26 novembre 1992 : French Securities Regulators Are Seeking Action Over Ciments Francais Holdings.

Les Echos : 18 décembre 1992 : Le CBV demande une OPA sur Guintolli.

Les Echos : 22 décembre 1992 : L'incroyable Meccano.

Reuter news : 4 février 1993 : Darty says eyeing link-up with Kingfisher.

The independant London : 5 février 1993 : - View from City Road - Kingfisher may get away with it - darty acquisition.

- Kingfisher dives into Europe with French buy.

Reuter news : 14 mai 1993 : - Eiffage cuts 1993 payout near 50 francs.

- Block of 320,000 Eiffage traded at 940 Ffr.

Les Echos : 1 octobre 1993 : Darty and France questioned as buyout inquiry is widened

Analyses de marché, réglementation et investisseurs :

Financial Times : 12 juin 1984 : Financial Times Survey: Small Business - International - France - A host of socialist incentives.

Financial Times : 5 mars 1985 : Management (Small Business): European climate not what it was / New stock exchange issues.

Financial Times : 26 juin 1985 : New Bill will ease flow of venture capital

Le Monde : 26 juin 1985 : Selon le CNPF Il est urgent d'aménager la fiscalité des droits de succession.

Financial Times : 3 décembre 1985 : Funds outweigh opportunities

Accountancy : 6 janvier 1986 : Management buy outs; LMBOs with tax inducement - French style (4 parts).

Le Monde : 11 juin 1985 : Un vaste secteur encore méconnu

Le Monde : 27 janvier 1986 : Impôts : laissez-les vivre.

Le Monde : 25 février 1986 : Trop petites ou trop grosses

Financial Times : 1 avril 1986 : A rare area of consensus / France.

Le Monde : 5 juin 1986 : M. Madelin veut faciliter la création d'entreprises

Financial Times : 16 juin 1986 : Small is beautiful.

Le Monde : 15 juillet 1986 : Un plus pour les régions.

Financial Times : 10 octobre 1986 : A way out for the patron.

Le Monde : 25 octobre 1986 : Salariés, reprenez votre entreprise !

Le Monde : 26 octobre 1986 : M. Balladur plaide pour un régime à l'américaine

Le Monde : 25 novembre 1986 : Les investisseurs en capital-risque critiquent le projet du gouvernement.

Le Monde : 23 décembre 1986 : Sans dégradation.

Financial Times : 8 décembre 1986 : Free-market ideas provide impetus.

Le Monde : 31 mars 1987 : Goupil, Jeanneau, Sidel... et les autres Quand les salariés rachètent leur entreprise.

Le Monde : 11 avril 1987 : RES 120 entreprises reprises par leurs salariés en trois ans.

Financial Times : 13 avril 1987 : A tarnished image needs refurbishing

Le Monde : 23 avril 1987 : La réforme des droits de succession Le gouvernement s'interroge sur la meilleure façon de favoriser la transmission d'entreprises.

Le Monde : 8 mai 1987 : - La RES-mania.

- RES, nouveau mode d'emploi.

Le Monde : 15 mai 1987 : Au Sénat Epargne retraite : un dispositif plus incitatif.

Le Monde : 16 mai 1987 : Le Sénat vote le projet de loi Épargne : le gouvernement fait plier sa majorité.

Le Monde : 17 octobre 1987 : - Salariés-actionnaires : aimez-vous votre entreprise?

- La transmission en douceur.

Financial Times : 12 novembre 1987 : Paris Gets A Taste For Buyouts: The French appetite for management takeovers.

Financial Times : 15 décembre 1987 : Forced to sell on - or sell up / France has a particular problem of elderly entrepreneurs needing buyers to ensure the survival of their operations.

Celex (Journal officiel droit européen): 15 décembre 1987 : Commission Decision of 15 July 1987 on aid granted by the French Government to a producer of textiles, clothing and paper products - Boussac Saint Frères (Only the French text is authentic).

Le Monde : 13 février 1988 : Les désarrois des " opéables ".

Le Monde : 3 mai 1988 : L'antidote contre les OPA.

Le Monde : 28 mai 1988 : Entremetteurs pour capitaux en fusion.

Le Monde : 18 juin 1988 : - RES, un remède pour les biens portants.

- Le LMBO à l'épreuve du feu.

- Les leçons de l'OPA de Schneider sur Télémécanique Amère
défaite pour les salariés-actionnaires.

Financial Times : 13 octobre 1988 : A fertile environment

Les Echos : 26 octobre 1988 : Surenchères monstres dans l'industrie agro-alimentaire américaine.

Le Monde : 29 novembre 1988 : L'explosion des LBO.

Le Monde : 29 octobre 1988 : Le capital se rebiffe.

Financial Times : 30 novembre 1988 : Surplus Funds Aid Growth - A Good Year For LBOs In France.

Le Monde : 3 janvier 1989 : Record d'offres publiques d'achat dans le monde.

Le Monde : 14 janvier 1989 : Second marché : la maturité.

The Times : 6 février 1989 : Open for business on the Continent.

Le Monde : 4 mars 1989 : Les cadres dans la tourmente.

Le Monde : 4 mars 1989 : L'Arlesienne de la transmission.

Le Monde : 9 mars 1989 : La création d'emplois en coopérative : Les SCOP changent de cap.

Le Monde : 21 mars 1989 : Malgré ses efforts de modernisation la Bourse de Paris ne peut pas imposer sa loi.

Le Monde : 24 octobre 1989 : LMBO : piège à gogos ?

Financial Times : 24 octobre 1989 : French enticed by scent of LBOs: Continental Europe's busiest buy-out market

The Independent London : 26 octobre 1990 : Management Buyouts - No big deal as French lever into the market.

Le Monde : 14 novembre 1989 : Les "reprises d'entreprise par les salariés ", miroir aux alouettes ? Ne tirez pas sur les RES.

Financial Times : 5 mai 1989 : Privatisation proves a fillip for an otherwise disappointing sector.

Le Monde : 10 janvier 1990 : Un million de PME vont changer de dirigeants d'ici à l'an 2000
Le parcours d'obstacles de la transmission d'entreprises.

A pour Affaires : février 1990 : Pour ou contre le RES.

Fusions et acquisitions : mars 1990 : CICLAD.

Le Monde : 20 mars 1990 : Faut-il ou non rester en bourse ?

A pour Affaires : septembre 1990 : Les LBO en France : Prudents trop prudents ?

Le Monde : 9 mars 1990 : Patrons : le passage du relais en famille.

Le Monde : 21 mars 1990 : Chômeurs actionnaires.

Le Monde : 11 octobre 1990 : Les amendements du groupe socialiste au projet de loi de finances pour 1991.

Le Monde : 19 novembre 1990 : Ultimes ajustements fiscaux et... dernières faveurs aux DOM-TOM.

Financial Times : 12 février 1991 : - International Capital Markets: France leads the way with management buy-out deals.

- Most Management Buy-Out Deals in France.

Le Monde : 15 mars 1991 : Il y a même des RES qui marchent.

Le Monde : 15 mars 1991 : Robin Edme, évaluateur d'entreprises.

Le Monde : 15 mars 1991 : LBO soyez « in » sans être « out ».

Les Echos : 9 avril 1991 : L'entreprise gagnée par la corruption.

Les Echos : 6 mai 1991 : Fiscalité: un ajustement réel quoique tardif.

Les Echos : 24 mai 1991 : Capital- développement: l'IDI s'associe à l'UAP.

Les Echos : 16 juin 1991 : L'IDI entre en Bourse de Paris le 25 juin.

Les Echos : 20 juin 1991 : Le choix du successeur, obstacle numéro un.

Le Monde : 21 juin 1991 : Quatre ans après sa privatisation L'IDI propose 10 % de son capital en Bourse.

Le Monde : 5 juillet 1991 : RES: le rapport Roger-Machart entend dissocier l'aspect social de l'aspect économique.

Les Echos : 5 juillet 1991 : L'intégration fiscale comme régime unique.

Financial Times : 1^{er} octobre 1991 : - Discussion of laws part of wider transmission debate
France

- Debate about buy outs

Les Echos : 3 septembre 1991 : Les mille et une façons de privatiser.

Les Echos : 19 septembre 1991 : Les mesures fiscales pour les entreprises...

Le Monde : 2 octobre 1991 : Héritages à risques Petites ou grandes, les entreprises connaissent généralement des successions difficiles.

Les Echos : 2 octobre 1991 : Le capital-risque atteint l'âge de raison.

Les Echos : 7 novembre 1991 : Plus-values immobilières: le PS conteste l'exonération proposée aux patrons de PME.

Correspondance économique : 12 novembre 1991 : Dispositif fiscal RES.

Les Echos : 18 novembre 1991 : Les principales mesures fiscales adoptées.

Le Monde : 18 novembre 1991 : La fin de la première lecture du projet de budget à l'Assemblée nationale Le RPR, l'UDF et l'UDC veulent sanctionner une politique inapte à " soutenir l'investissement ".

Les Echos : 20 novembre 1991 : Les professionnels s'insurgent contre la mort du RES.

Le Monde : 14 janvier 1992 : Les réformes fiscales applicables en 1992 Pour les particuliers : du logement aux droits de succession en passant par les emplois familiaux.

Les Echos : 10 février 1992 : L'émergence d'un actionnariat actif comme contre-pouvoir.

Les Echos : 18 juin 1992 : Des outils variés, adaptables à de multiples situations.

Les Echos : 18 mai 1992 : Le RES est-il mort ?

The Asian Wall Street Journal : 18 août 1992 : MBO financiers see good deals in tough times.

Le Monde : 2 septembre 1992 : - Le bilan des remèdes au chômage La fausse solution des RES
Le rachat des entreprises par les salariés ne vaut qu'en cas de bonne santé économique de l'établissement.

- Le maigre bilan des remèdes anti-chômage

Financial Times : 3 décembre 1992 : - Showing potential – Germany.

- Damage not permanent – France.

The Wall Street journal (Europe edition) : 4 juin 1993 : Entreprise.

Financial Times : 8 décembre 1993 : - Management buy-outs – not as bad as it might have been – France.

Financial Times : 1^{er} décembre 1994 : Intriguing success stories.

Sources parlementaires

Assemblée nationale :

Les débats parlementaires sont accessibles à travers les archives numériques de l'Assemblée Nationale. Les rapports de la commission des finances et les projets de lois de finance sur la période 1983-1988 sont accessibles aux archives physiques de l'Assemblée Nationale.

Session	Date
39^{ème} séance , seconde session ordinaire de 1983-1984	1ère séance du jeudi 3 mai 1984.
40^{ème} séance , seconde session ordinaire de 1983-1984	2ème Séance du Jeudi 3 Mai 1984.
13^{ème} séance , première session ordinaire de 1987-1988	1ère séance du mardi 13 octobre 1987.
69^{ème} séance , première session ordinaire de 1987-1988	1ère séance du vendredi 13 novembre 1987.
72^{ème} séance , première session ordinaire de 1987-1988	1ère séance du mardi 17 novembre 1987.
96^{ème} séance , première session ordinaire de 1988-1989	2e séance du jeudi 8 décembre 1988.
73^{ème} séance , première session ordinaire de 1991-1992	3ème séance du vendredi 15 novembre 1991.

Sénat :

Relatifs à la loi IDE 1984 en particulier :

Rapport n° 373 (1983-1984) de M. Maurice BLIN, fait au nom de la commission des finances, déposé le 7 juin 1984.

Avis n° 396 (1983-1984) de M. Etienne DAILLY, fait au nom de la commission des lois, déposé le 19 juin 1984.

Autres sources

Archives du Crédit Lyonnais (au Crédit Agricole) :

Côte : 58 AH 124, dossier contenant de la communication interne relatif aux actions du Crédit Lyonnais destinées à renforcer les fonds propres des PME et sur les RES (Service des affaires industrielles, Direction centrale des groupes d'entreprises, Lettre association française des banques)

Article 4 : La prudence comptable dans les opérations de LBO/MBO : Une étude sur la période 2008-2021

Annexe 1 : Résultats des estimations du modèles de Khan et Watts

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
$D_{i,t}$	0.2596 (0.3414)	0.1599 (0.2231)	-0.0541 (0.1239)	0.0111 (0.0864)	0.1384 (0.3278)	0.0226 (0.0952)	-0.2130*** (0.0787)	0.5868* (0.3176)	0.9268* (0.5555)	-0.5330*** (0.1491)	2.0158*** (0.6903)	-0.2274* (0.1355)	0.0880 (0.1437)	-0.1470 (0.1798)	-0.0067 (0.1358)
$R_{i,t}$	0.0618 (0.3844)	-0.274 (0.2122)	-0.2791** (0.1361)	0.1157 (0.0898)	0.1805 (0.3454)	0.1075 (0.1068)	-0.1414 (0.0926)	0.1774 (0.3504)	-0.0834 (0.5904)	-0.0928 (0.1429)	0.3204 (0.6616)	0.1912 (0.1190)	0.0541 (0.1938)	-0.5578*** (0.1990)	-0.1017 (0.1290)
$R_{i,t}Size_{i,t}$	0.0096 (0.1718)	0.1154 (0.0849)	0.1396** (0.0551)	-0.0516 (0.0373)	-0.0434 (0.1586)	-0.0417 (0.0420)	0.0514 (0.0449)	-0.071 (0.1392)	0.0942 (0.2382)	0.0123 (0.0634)	0.0226 (0.2455)	-0.0681 (0.0484)	-0.036 (0.0664)	0.1586** (0.0711)	-0.0324 (0.0473)
$R_{i,t}MTB_{i,t}$	-0.0406 (0.0472)	-0.0106 (0.0346)	-0.011 (0.0218)	-0.0025 (0.0155)	-0.0157 (0.0841)	0.0044 (0.0153)	0.0011 (0.0296)	0.0085 (0.0495)	-0.0478 (0.0863)	0.0103 (0.0250)	0.0049 (0.1117)	-0.0017 (0.0173)	0.011 (0.0294)	0.0184 (0.0416)	0.0312 (0.0356)
$R_{i,t}Lev_{i,t}$	0.3189 (0.2204)	-0.0501 (0.2215)	-0.2477** (0.1017)	0.091 (0.0987)	0.1471** (0.0722)	-0.0104 (0.0431)	-0.0157 (0.0874)	0.0196 (0.3420)	-0.1472 (0.3455)	-0.0023 (0.1014)	-0.487 (0.4037)	0.0185 (0.0875)	0.031 (0.1006)	0.0727 (0.1646)	0.2646** (0.1196)
$D_{i,t}R_{i,t}$	-0.1759 (0.5995)	1.0848** (0.4364)	0.3998 (0.2500)	-0.3133** (0.1526)	0.2686 (0.6501)	-0.121 (0.1953)	0.2512 (0.1640)	0.7963 (0.5874)	5.7206*** (0.9937)	-0.2896 (0.2323)	-0.0606 (1.1602)	-0.4402* (0.2251)	0.451 (0.2779)	0.2839 (0.3400)	0.0396 (0.2472)
$D_{i,t}R_{i,t}Size_{i,t}$	-0.0511 (0.2607)	-0.4835*** (0.1815)	-0.1731 (0.1112)	0.1029 (0.0692)	-0.2141 (0.2959)	0.1093 (0.0800)	-0.0875 (0.0736)	-0.282 (0.2451)	-2.2861*** (0.4147)	0.1584 (0.0970)	-0.1014 (0.4390)	0.133 (0.0883)	-0.088 (0.1024)	-0.1599 (0.1305)	0.0489 (0.0912)
$D_{i,t}R_{i,t}MTB_{i,t}$	0.0999 (0.1008)	0.0511 (0.0930)	-0.03 (0.0543)	0.0412 (0.0405)	0.0445 (0.1412)	-0.0401 (0.0313)	0.0225 (0.0403)	0.018 (0.1149)	0.3389** (0.1555)	-0.0364 (0.0369)	-0.001 (0.1495)	0.0228 (0.0323)	-0.038 (0.0435)	-0.0018 (0.0684)	-0.0154 (0.0560)
$D_{i,t}R_{i,t}Lev_{i,t}$	-0.2174 (0.6255)	0.0385 (0.3268)	0.3386* (0.1998)	-0.1807 (0.1287)	0.3811 (0.3298)	-0.1674 (0.1400)	-0.1579 (0.1310)	0.1181 (0.4748)	-0.299 (0.5302)	-0.1018 (0.1485)	0.4571 (0.6317)	-0.0532 (0.1289)	-0.042 (0.1370)	0.5817** (0.2611)	-0.2790* (0.1596)
$Size_{i,t}$	0.1371 (0.0916)	0.0678 (0.0533)	0.0022 (0.0391)	0.1225*** (0.0268)	0.1703** (0.0734)	0.0512** (0.0228)	0.0011 (0.0223)	0.0833 (0.0918)	0.0639 (0.1604)	0.0177 (0.0419)	0.9049*** (0.1796)	0.0687** (0.0302)	0.0659* (0.0380)	0.0637 (0.0487)	0.0658** (0.0324)
$MTB_{i,t}$	0.0297 (0.0386)	-0.0077 (0.0244)	0.0009 (0.0130)	-0.0012 (0.0109)	0.0373 (0.0366)	-0.0103 (0.0104)	-0.0039 (0.0139)	-0.0158 (0.0457)	0.0017 (0.0601)	-0.0094 (0.0140)	-0.1033 (0.0627)	-0.0086 (0.0111)	-0.0042 (0.0155)	-0.0055 (0.0180)	0.0053 (0.0189)
$Lev_{i,t}$	-0.3403 (0.2205)	-0.0243 (0.1488)	0.0964 (0.0623)	-0.0789* (0.0442)	-0.1853*** (0.0453)	0.0249 (0.0390)	-0.0045 (0.0503)	0.0175 (0.1568)	-0.0291 (0.1563)	0.0002 (0.0283)	-0.6737*** (0.2507)	-0.0045 (0.0420)	-0.0346 (0.0478)	-0.0230 (0.0675)	-0.1044 (0.0687)
$D_{i,t}Size_{i,t}$	-0.1304 (0.1482)	-0.1440* (0.0866)	0.0448 (0.0568)	-0.0164 (0.0399)	-0.0360 (0.1487)	0.0137 (0.0402)	0.0667* (0.0346)	-0.2166 (0.1369)	-0.3695* (0.2233)	0.2104*** (0.0581)	-0.8936*** (0.2557)	0.0452 (0.0496)	-0.0229 (0.0558)	0.0233 (0.0710)	0.0031 (0.0509)
$D_{i,t}MTB_{i,t}$	0.0206 (0.0801)	0.0628 (0.0518)	-0.0219 (0.0292)	0.0147 (0.0229)	-0.0359 (0.0691)	-0.0138 (0.0173)	0.0110 (0.0176)	0.0159 (0.0751)	0.0548 (0.0797)	-0.0197 (0.0204)	0.1047 (0.0863)	0.0197 (0.0162)	-0.0089 (0.0230)	0.0097 (0.0335)	0.0030 (0.0305)
$D_{i,t}Lev_{i,t}$	0.4897 (0.4597)	0.0934 (0.1889)	-0.0738 (0.0905)	0.0011 (0.0691)	0.2405 (0.1684)	-0.0863 (0.0685)	-0.0682 (0.0658)	0.0128 (0.2162)	-0.0609 (0.2559)	-0.1085* (0.0627)	0.6503* (0.3357)	0.0111 (0.0677)	0.0327 (0.0511)	0.1379 (0.0870)	0.0926 (0.0784)
Constant	-0.4367* (0.2223)	-0.1493 (0.1299)	-0.0263 (0.0857)	-0.3036*** (0.0595)	-0.5777*** (0.1821)	-0.0719 (0.0564)	0.0492 (0.0500)	-0.1664 (0.2156)	-0.1756 (0.3986)	0.0203 (0.1110)	-2.0210*** (0.4667)	-0.1559** (0.0777)	-0.1513 (0.0991)	-0.1557 (0.1244)	-0.1973** (0.0840)
Observations	65	166	281	334	313	331	350	364	371	373	323	295	255	198	117
R-squared	0.2242	0.1790	0.0900	0.1747	0.1463	0.0509	0.1230	0.0186	0.2034	0.1519	0.2835	0.1055	0.1356	0.2288	0.2252

Standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Annexe 2 : Récapitulatif des transactions

Factset ID	Ticker Bloomberg	CIQ Transaction ID	Date d'annonce	Date de réalisation	LBO/MBO	Date de reporting	Période de disponibilité des données comptables		Deal Approche	Deal Attitude	Valeur (millions \$)	Premium 1-Day	Premium 1-week	Premium 4-weeks
09KYR2-E	ACW US Equity	IQTR382660795	02/09/2016	18/11/2016	1	12/31/2014	2002	2014	unsolicited	friendly	460,85	55,42	49,13	89,71
000BN6-E	AIRM US Equity	IQTR423382331	14/03/2017	20/04/2017	1	12/31/2016	1995	2016	unsolicited	friendly	2492,39	3,86	2,63	14,06
0024MV-E	AMRI US Equity	IQTR433264651	06/06/2017	31/08/2017	1	12/31/2016	1997	2016	unsolicited	friendly	1628,71	10,02	9,57	39,42
002HZ0-E	ALLI US Equity	IQTR78389966	18/10/2009	13/01/2010	1	12/31/2008	1999	2008	unsolicited	friendly	268,39	21,32	28,16	-5,85
001V13-E	ADPI US Equity	IQTR142623404	07/11/2011	09/02/2012	1	12/31/2010	1996	2010	solicited	friendly	396,22	83,04	79,92	107,42
000C4C-E	ALOG US Equity	IQTR558785605	10/04/2018	22/06/2018	1	7/31/2017	1996	2017	unsolicited	friendly	1049,89	-11,53	-11,3	-11,11
000C4M-E	ANEN US Equity	IQTR249783544	04/11/2013	18/02/2014	1	6/30/2013	1991	2013	unsolicited	friendly	382,15	12,4	7,2	9,72
06LFGQ-E	ATNY US Equity	IQTR326958315	29/02/2016	22/04/2016	1	11/30/2015	2005	2015	unsolicited	friendly	311,2	98,02	98,02	63,93
00112G-E	1921171D US Equity	IQTR435002242	21/06/2017	29/08/2017	1	7/31/2016	1995	2016	unsolicited	friendly	143,38	2,01	15,26	45,19
0013J8-E	ARTX US Equity	IQTR638100908	23/09/2019	19/12/2019	1	12/31/2018	2001	2018	unsolicited	friendly	106,77	32,74	26,05	28,21
0013K4-E	POLGA US Equity	IQTR114119013	04/10/2010	28/01/2011	1	12/31/2014	1996	2014	unsolicited	friendly	739,51	-32,22	-29,07	-28,24
007CG4-E	1624250D US Equity	IQTR545008697	27/11/2017	01/02/2018	1	04/30/2017	2010	2017	unsolicited	friendly	521,2	14,58	12,82	13,4
001W9W-E	BLKIB US Equity	IQTR309878206	24/08/2015	10/12/2015	1	1/31/2015	1999	2015	unsolicited	friendly	3051,02	0	0	0
000CRH-E	BNHN US Equity	IQTR207192614	22/05/2012	21/08/2012	1	04/01/2012	1990	2012	unsolicited	friendly	295,67	22,56	17,77	19,85
0075M5-E	BIDZ US Equity	IQTR207038200	09/02/2012	26/11/2012	1	12/31/2011	2004	2011	unsolicited	friendly	14,29	44,44	81,4	62,5
001984-E	0867892D US Equity	IQTR226889011	30/01/2013	11/03/2013	1	12/31/2012	1993	2012	solicited	friendly	122,12	20,03	20,83	26,75
001NCB-E	1620366D US Equity	IQTR136756223	29/06/2011	30/09/2011	1	1/29/2011	1996	2011	unsolicited	friendly	2572,16	6,59	8,42	2,07
003JDB-E	BBBB US Equity	IQTR136879717	01/07/2011	04/10/2011	1	12/31/2010	2002	2010	unsolicited	friendly	1851,78	6	4,67	9,38
000CXN-E	BLT US Equity	IQTR319044708	10/12/2015	12/04/2016	1	12/31/2015	1992	2015	unsolicited	friendly	882,16	85,87	75,13	78,57
00178K-E	BTH US Equity	IQTR310372988	31/08/2015	13/10/2015	1	12/31/2014	1993	2014	unsolicited	friendly	138,7	105,48	105,48	30,15
000CXX-E	BMC US Equity	IQTR238232200	06/05/2013	10/09/2013	1	3/31/2013	1992	2013	solicited	friendly	8377,05	1,83	1,81	2,53
0013SQ-E	BVSN US Equity	IQTR661403410	27/03/2020	19/05/2020	1	12/31/2018	1995	2018	unsolicited	friendly	16,88	9,38	191,67	58,51
002MVB-E	CRTN US Equity	IQTR556953968	22/03/2018	28/06/2018	1	12/30/2017	1997	2017	solicited	friendly	11,5	136,83	128,57	163,16
000DGN-E	CDI US Equity	IQTR532826293	31/07/2017	12/09/2017	1	12/31/2016	1993	2016	unsolicited	friendly	173,39	33,06	32	41,03

000DQP-E	CZCA GR Equity	IQTR277588016	17/11/2014	09/03/2015	1	12/31/2013	1992	2013	unsolicited	friendly	122,86	4,06	6,42	11,9
CLSU-GB	CSZF US Equity	IQTR688567952	16/09/2020	09/11/2020	1	12/31/2019	2011	2019	unsolicited	friendly	22,67	24,39	20,67	20,67
000DWV-E	COBR US Equity	IQTR271163717	28/08/2014	07/10/2014	1	12/31/2013	1999	2013	unsolicited	friendly	47,25	8,31	8,59	3,86
000F2V-E	1519128D US Equity	IQTR271488022	02/09/2014	15/12/2014	1	3/31/2014	1991	2014	unsolicited	friendly	2336,13	9,95	10,42	13,59
07K0WC-E	CYLU US Equity	IQTR533669182	08/08/2017	08/09/2017	1	12/31/2016	2007	2016	unsolicited	friendly	43,7	42,56	61,63	37,96
009Q53-E	DFRG US Equity	IQTR625656272	24/06/2019	25/09/2019	1	12/25/2018	2009	2018	solicited	friendly	841,21	18,87	21,21	15,27
0023Q5-E	1611364D US Equity	IQTR275203325	23/10/2014	12/02/2015	1	12/31/2013	1996	2013	unsolicited	friendly	1300,67	52,67	55,13	78,57
0716XN-E	DLBDF US Equity	IQTR325648967	15/02/2016	14/04/2016	1	12/31/2015	2008	2015	solicited	friendly	652,08	30,67	24,91	20,42
007KMP-E	DOVR US Equity	IQTR291310492	14/04/2015	01/07/2015	1	12/31/2014	2003	2014	solicited	friendly	73,61	70	70	84,78
000HZ0-E	ELRC US Equity	IQTR344420116	31/05/2016	10/08/2016	1	5/31/2016	1993	2016	unsolicited	friendly	382,12	46,92	47,06	54,85
000HQB-E	BL301520 Corp	IQTR610457786	15/04/2019	23/07/2019	1	12/31/2018	1996	2018	unsolicited	friendly	2194,14	25,85	27,76	35,18
07FNZD-E	EIGI US Equity	IQTR693745974	02/11/2020	10/02/2021	1	12/31/2019	2011	2019	solicited	friendly	3245,63	63,51	50,79	66,08
00240Z-E	ENTU US Equity	IQTR54775286	13/04/2009	28/07/2009	1	12/31/2008	1996	2008	unsolicited	friendly	122,94	19,76	25,79	36,05
001571-E	ESST US Equity	IQTR41393255	21/02/2008	30/06/2008	1	12/31/2007	1999	2007	solicited	friendly	56,23	37,82	35,54	46,43
000JCN-E	ESCC US Equity	IQTR654247648	10/02/2020	25/03/2020	1	12/31/2019	2003	2019	unsolicited	friendly	18,23	105,17	116,32	82,63
00143W-E	1868126D US Equity	IQTR541293808	23/10/2017	14/02/2018	1	12/31/2016	1995	2016	unsolicited	friendly	770,13	53,91	52,48	57,35
00CQZF-E	EXAM US Equity	IQTR332122939	27/04/2016	27/07/2016	1	12/31/2015	2008	2015	unsolicited	friendly	2157,35	4,41	4,72	26,26
0D5ZJT-E	FNJN US Equity	IQTR671848297	10/06/2020	22/07/2020	1	12/31/2019	2004	2019	solicited	friendly	45,98	16,54	21,09	31,36
001798-E	1626799D UU Equity	IQTR182495135	19/03/2012	16/05/2012	1	12/31/2011	1994	2011	unsolicited	friendly	192,45	33,33	37,5	41,03
000KLM-E	1310350D US Equity	IQTR247369184	25/09/2013	31/01/2014	1	4/30/2013	2002	2013	solicited	friendly	214,3	8,58	14,41	12,19
0014ZG-E	FD9A GR Equity	IQTR183043764	26/03/2012	01/07/2013	0	6/30/2014	2000	2014	solicited	friendly	38	-	-	-
000KQL-E	8247524Q US Equity	IQTR59457677	29/05/2009	24/02/2010	0	3/31/2009	1993	2009	unsolicited	friendly	12,63	138,1	131,48	204,88
000KSN-E	FRS US Equity	IQTR301983985	22/05/2015	24/08/2015	1	06/02/2015	2002	2015	unsolicited	friendly	180,64	20,91	21,43	21,13
001TKV-E	GYI US Equity	IQTR41571521	25/02/2008	02/07/2008	1	12/31/2007	1996	2007	solicited	friendly	2408,37	39,06	36,99	34,39
001LNB-E	GCOM US Equity	IQTR245143626	26/08/2013	11/12/2013	1	6/30/2013	2005	2013	unsolicited	friendly	354,76	-1,74	2,98	-4,07
002RZS-E	HGRD US Equity	IQTR109967371	28/07/2010	07/10/2010	1	12/31/2009	1996	2009	unsolicited	friendly	280,19	29,34	37,82	31,2
00144P-E	HRSH US Equity	IQTR60173059	12/06/2009	29/10/2009	0	12/31/2008	1997	2008	unsolicited	friendly	2,72	47,2	53,39	24
001C95-E	HOTT US Equity	IQTR231677598	07/03/2013	12/06/2013	1	02/02/2013	1995	2013	unsolicited	friendly	598,46	30,23	29,63	26,35
062Y60-E	IMPV US Equity	IQTR586162304	10/10/2018	10/01/2019	1	12/31/2017	2009	2017	unsolicited	friendly	2119,12	29,47	23,26	21,46
000M27-E	INFS US Equity	IQTR54776994	10/04/2009	22/05/2009	1	12/31/2008	1988	2008	unsolicited	friendly	41,09	35,71	41,79	140,51

002D7C-E	1923955D US Equity	IQTR290549326	07/04/2015	06/08/2015	1	12/31/2014	1997	2014	unsolicited	friendly	5343,09	6,37	11,16	14,01
001W4G-E	INOC US Equity	IQTR250801448	14/11/2013	03/01/2014	1	12/31/20012	1999	2012	unsolicited	friendly	111,85	25,77	3,14	60,78
0017FT-E	1732175D US Equity	IQTR208552042	11/06/2012	20/09/2012	1	12/31/2011	1996	2011	unsolicited	friendly	173,29	23,9	22,71	9,08
002LY5-E	PDGI US Equity	IQTR52722563	03/02/2009	19/03/2009	1	12/31/2008	1999	2008	unsolicited	friendly	251,85	273,13	240,14	405,05
0026QX-E	JAS US Equity	IQTR117487059	23/12/2010	18/03/2011	1	1/29/2011	1988	2011	sollicited	friendly	1664,45	33,68	32,64	33,74
000NH3-E	KWD US Equity	IQTR37186387	19/09/2007	15/02/2008	1	02/03/2007	1988	2007	unsolicited	friendly	1001,39	38,43	27,35	-1,04
001B30-E	KCP US Equity	IQTR171228975	24/02/2012	25/09/2012	0	12/31/2011	1998	2011	unsolicited	friendly	161,85	16,68	18,68	23,98
002KWN-E	KEYN US Equity	IQTR242042576	24/06/2013	22/08/2013	1	9/30/2012	1997	2012	unsolicited	friendly	398,69	48,04	47,93	58,04
003HLJ-E	1508335D US Equity	IQTR288552618	16/03/2015	10/06/2015	1	12/31/2014	2002	2014	unsolicited	friendly	4072,66	7,29	9,76	28,52
002L85-E	LIOX US Equity	IQTR412748050	12/12/2016	28/02/2017	1	12/31/2015	1997	2015	unsolicited	friendly	459,13	3,23	11,54	18,07
0024XJ-E	LGN US Equity	IQTR84943924	22/01/2010	19/04/2010	1	12/31/2009	1999	2009	unsolicited	friendly	340,4	40,83	42,86	72,41
006JX6-E	LOGM US Equity	IQTR648503345	17/12/2019	31/08/2020	1	12/31/2019	2007	2019	unsolicited	friendly	4677,03	4,42	16,22	6,23
0014RG-E	MFW US Equity	IQTR134197816	13/06/2011	21/12/2011	1	12/31/2010	1995	2010	unsolicited	friendly	2529,13	47,42	31,8	10,33
0014F9-E	MMUS US Equity	IQTR231902110	13/03/2013	30/04/2013	1	12/31/2012	1993	2012	unsolicited	friendly	17,31	31,07	31,78	21,24
000PDY-E	MANA US Equity	IQTR40114917	15/01/2008	01/04/2008	1	04/30/2007	1987	2007	unsolicited	friendly	70,03	36,36	42,35	37,93
00170J-E	MTXX US Equity	IQTR117028467	14/12/2010	17/02/2011	1	3/31/2010	1995	2010	sollicited	friendly	82,24	70,9	68,59	64,78
05L41B-E	MDAS US Equity	IQTR315848113	02/11/2015	27/01/2016	1	12/31/2014	2005	2014	unsolicited	friendly	2775,22	32,39	36,3	46,63
063Y9F-E	MEMS US Equity	IQTR224440115	20/11/2012	17/09/2013	1	12/31/2012	2005	2012	unsolicited	friendly	108,81	152,98	144,21	127,14
05Z5VM-E	MEA US Equity	IQTR304128644	16/06/2015	11/09/2015	1	12/31/2014	2004	2014	sollicited	friendly	121,94	59,96	57,89	75,18
000C5L-E	MGCD US Equity	IQTR545005271	27/11/2017	27/12/2017	1	10/31/2016	2002	2016	unsolicited	friendly	50,34	25,34	25,63	28,86
00449J-E	MPACB US Equity	IQTR223630328	26/10/2012	30/09/2013	0	12/31/2012	2001	2012	sollicited	friendly	24,31	71,93	81,73	107,87
008Z0C-E	TYPE US Equity	IQTR631013118	26/07/2019	11/10/2019	1	12/31/2018	2005	2018	unsolicited	friendly	906,04	22,83	18,65	18,3
001B51-E	1311346D US Equity	IQTR144757349	16/12/2011	01/02/2012	1	01/02/2011	2003	2010	unsolicited	friendly	179,6	33,73	38	27,31
000PNY-E	9876470Q US Equity	IQTR61838618	10/08/2009	22/12/2009	1	03/31/2009	1996	2009	sollicited	friendly	47,5	0,877	4,48	0,701
000R3C-E	NTSC US Equity	IQTR244676777	16/08/2013	22/11/2013	1	1/31/2013	1991	2013	unsolicited	friendly	342,67	38,72	43,03	40,33
007H5H-E	NCIT US Equity	IQTR529200710	03/07/2017	15/08/2017	1	12/31/2016	2003	2016	unsolicited	friendly	289,24	-5,21	-4,53	2,56
0031R5-E	1865226D US Equity	IQTR134173216	10/06/2011	11/10/2011	1	12/31/2010	2002	2010	unsolicited	friendly	337,43	17,6	29,6	19,6
05V9Q5-E	1914858D US Equity	IQTR413001374	14/12/2016	08/08/2017	1	12/31/2016	2003	2016	unsolicited	friendly	2942,05	21,16	20,5	38,72
003HZ5-E	NTMD US Equity	IQTR51373178	04/12/2008	24/04/2009	1	12/31/2008	2001	2008	sollicited	friendly	33,48	418,06	218,51	160,6
000RC6-E	NLCI US Equity	IQTR132968769	18/05/2011	09/08/2011	1	07/03/2010	1992	2010	unsolicited	friendly	147,91	36	18,45	18,21

000R3C-E	NTS US Equity	IQTR248631241	21/10/2013	06/06/2014	1	12/31/2013	2000	2013	unsolicited	friendly	168,05	26,58	25	25
0013N7-E	3592149Q US Equity	IQTR40428087	30/01/2008	28/05/2008	1	06/30/2007	1996	2007	solicited	friendly	470,59	24,58	20,1	20,48
NUTR-US	NUTR US Equity	IQTR431713613	22/05/2017	23/08/2017	1	09/30/2016	1996	2016	unsolicited	friendly	432,68	49,29	40,74	39,8
001SSD-E	OMNI US Equity	IQTR107006131	04/06/2010	27/10/2010	1	12/31/2009	1997	2009	solicited	friendly	112,7	29,72	34,15	2,61
002VTX-E	OVTI US Equity	IQTR293196737	14/08/2014	28/01/2016	1	4/30/2015	1998	2015	unsolicited	friendly	1885,65	20,94	30,14	34,62
00252R-E	PFCB US Equity	IQTR205098670	01/05/2012	02/07/2012	1	01/01/2012	1997	2011	solicited	friendly	1109,31	29,76	29,69	30,31
00FN29-E	PEGI US Equity	IQTR642897615	04/11/2019	16/03/2020	1	12/31/2019	2011	2019	solicited	friendly	6414,29	-3,78	-1,83	-0,742
003256-E	PEET US Equity	IQTR214545433	23/07/2012	29/10/2012	1	01/01/2012	1999	2012	unsolicited	friendly	1009,1	28,59	37,25	27,87
002KF9-E	PERY US Equity	IQTR552092375	06/02/2018	22/10/2018	1	02/03/2018	1996	2018	unsolicited	friendly	486,21	21,57	12,8	8,35
000TBR-E	PETM US Equity	IQTR279837172	14/12/2014	11/03/2015	1	02/02/2014	1992	2014	unsolicited	friendly	8916,42	6,86	6,14	13,95
000TDB-E	PTEC US Equity	IQTR111888096	17/08/2010	23/11/2010	1	9/30/2009	1988	2009	solicited	friendly	149,77	37,25	34,62	34,62
066D0H-E	PIKE US Equity	IQTR269626534	04/08/2014	22/12/2014	1	6/30/2014	2003	2014	unsolicited	friendly	560,64	50,75	45,99	30,43
0016M8-E	PLCM US Equity	IQTR347755412	13/05/2016	27/09/2016	1	12/31/2015	1994	2015	unsolicited	friendly	1934,42	10,99	9,63	5,83
0015L0-E	PGI US Equity	IQTR311182588	10/09/2015	08/12/2015	1	12/31/2014	1994	2014	solicited	friendly	999,4	25,9	32,45	27,5
0026WG-E	PZZ US Equity	IQTR111817607	16/08/2010	15/12/2010	0	9/30/2010	1997	2010	solicited	friendly	384,6	38,89	20,74	42,86
002GQY-E	PSD US Equity	IQTR38576760	26/10/2007	06/02/2009	1	12/31/2014	1990	2014	unsolicited	friendly	6753,59	25,26	26,32	22,85
076H31-E	QLIK US Equity	IQTR345173636	02/06/2016	22/08/2016	1	12/31/2015	2008	2015	solicited	friendly	2998,7	5,28	-3,51	-1,61
000CMB-E	DFZ US Equity	IQTR246277842	11/09/2013	03/09/2014	1	6/29/2013	1999	2013	unsolicited	friendly	235,19	12,96	16,21	19,87
002H78-E	RAE US Equity	IQTR118417930	18/01/2011	16/06/2011	1	12/31/2010	1997	2010	solicited	friendly	136,67	35,54	37,2	38,04
0078MS-E	RLD US Equity	IQTR316448359	09/11/2015	22/03/2016	1	3/31/2015	2008	2015	solicited	friendly	569,25	4,07	7,11	4,86
001488-E	RSCR US Equity	IQTR111817374	14/08/2010	15/11/2010	1	12/31/2013	1991	2013	solicited	friendly	517,5	30,68	30,55	36,74
000XVC-E	DINE US Equity	IQTR107492680	09/06/2010	13/12/2010	1	12/31/2009	1992	2009	solicited	friendly	89,22	38,89	25,57	12,89
05RB5B-E	RVBD US Equity	IQTR279878526	15/12/2014	24/04/2015	1	12/31/2014	2004	2014	solicited	friendly	4089,41	12,06	10,18	7,75
0012SS-E	RT US Equity	IQTR540708383	16/10/2017	21/12/2017	1	05/31/2017	1994	2017	solicited	friendly	362,58	20,6	8,11	6,67
06DZVD-E	SNVNF US Equity	IQTR292111320	22/04/2015	04/06/2015	1	11/30/2016	2006	2016	unsolicited	friendly	240,88	21,69	19,18	19,06
009X9J-E	SKUL US Equity	IQTR369438932	24/06/2016	29/09/2016	1	12/31/2015	2008	2015	unsolicited	friendly	176,04	35,68	38,95	73,97
00B7JS-E	SLH US Equity	IQTR311373358	13/09/2015	03/03/2016	1	6/30/2015	2006	2015	unsolicited	friendly	6752,03	12,94	14,87	25,39
002M73-E	SNWL US Equity	IQTR106885141	02/06/2010	23/07/2010	1	12/31/2009	1997	2009	unsolicited	friendly	720,28	31,88	29,21	12,09
SPA-USA	SPA US Equity	IQTR594762271	12/12/2018	04/03/2019	1	07/01/2018	2005	2018	unsolicited	friendly	256,42	41,01	35,33	32,9
000WVZ-E	SPLS US Equity	IQTR528732165	28/06/2017	12/09/2017	1	1/28/2017	2000	2017	unsolicited	friendly	7903,72	11,9	18,36	14,14

06TH62-E	SVR US Equity	IQTR115039986	28/10/2010	13/01/2011	1	12/31/2017	2003	2017	unsolicited	friendly	2721,51	30,31	32,37	28,95
00197Q-E	0214206D US Equity	IQTR44203879	25/04/2008	20/08/2009	1	12/31/2008	1999	2008	unsolicited	friendly	38,48	28,79	30,77	26,86
000XLL-E	TKLC US Equity	IQTR142621354	07/11/2011	27/01/2012	1	12/31/2010	1988	2010	unsolicited	friendly	777,55	11,11	12,02	65,41
000XM1-E	TLAB US Equity	IQTR248633430	21/10/2013	02/12/2013	1	12/28/2012	1991	2012	sollicited	friendly	1125,11	4,26	5,6	2,98
001BF6-E	1529772D US Equity	IQTR237746871	29/04/2013	24/06/2013	1	9/30/2012	2005	2012	sollicited	friendly	259,68	30,95	31,35	25,35
000L4J-E	GV US Equity	IQTR695974909	24/11/2020	30/12/2020	1	12/31/2019	1996	2019	unsolicited	friendly	233,86	63,93	63,93	47,99
002HD5-E	TIBX US Equity	IQTR273531406	29/09/2014	05/12/2014	1	11/30/2013	1997	2013	unsolicited	friendly	4424,25	23,01	25,79	15,16
000XWB-E	TRR US Equity	IQTR426200724	31/03/2017	21/06/2017	1	6/30/2016	2004	2016	sollicited	friendly	687,55	46,86	61,75	66,35
0015RS-E	TFCO US Equity	IQTR253287914	20/12/2013	21/02/2014	1	9/30/2013	1993	2013	unsolicited	friendly	28,11	19,02	20,92	13,04
004272-E	VCQH US Equity	IQTR109714241	22/07/2010	18/04/2011	1	12/31/2010	2002	2010	unsolicited	friendly	54,78	36,36	33,13	44,22
006JDY-E	VRTU US Equity	IQTR687919607	10/09/2020	11/02/2021	1	3/31/2020	2006	2020	unsolicited	friendly	2464,48	26,79	28,79	27,83
05MD01-E	VOCS US Equity	IQTR261608848	07/04/2014	30/05/2014	1	12/31/2013	2003	2013	unsolicited	friendly	486,29	47,78	35,03	31,96
005KZR-E	WCAA US Equity	IQTR145084486	21/12/2011	23/03/2012	1	12/31/2011	2002	2011	unsolicited	friendly	532,54	30,26	31,31	61,69
07G4W5-E	WEB US Equity	IQTR571509553	21/06/2018	11/10/2018	1	12/31/2017	2003	2017	sollicited	friendly	2064,66	20,69	19,91	51,76
002RWL-E	WBSN US Equity	IQTR240571393	20/05/2013	25/06/2013	1	12/31/2012	1998	2012	sollicited	friendly	1054,82	28,71	34,51	70,1
000YSY-E	WMAR US Equity	IQTR528851923	29/06/2017	14/09/2017	1	12/31/2016	1993	2016	sollicited	friendly	337,63	33,71	34,82	33,03
001S47-E	YDNT US Equity	IQTR224874054	04/12/2012	31/01/2013	1	12/31/2011	1995	2011	sollicited	friendly	320,46	8,7	10,49	13,12
07GH4H-E	ZAYO US Equity	IQTR612873145	08/05/2019	09/03/2020	1	6/30/2019	2012	2019	sollicited	friendly	14438,24	14,3	12,47	18,68
009NNN-E	ZEP US Equity	IQTR290659864	08/04/2015	26/06/2015	1	8/31/2014	2007	2014	sollicited	friendly	702,56	17,32	17,46	20,13

Annexe 3 : Résultats régression logistique

VARIABLES	2006 lbo	2007 lbo	2008 lbo	2009 lbo	2010 lbo	2011 lbo	2012 lbo	2013 lbo	2014 lbo	2015 lbo	2016 lbo	2017 lbo	2018 lbo
std_roa_4_yrs_w10	1.221 (20.838)	23.965* (13.259)	-2.033 (8.534)	0.215 (9.839)	-9.483 (11.461)	-5.419 (6.944)	-23.716** (10.770)	-14.411 (18.795)	-9.591 (13.211)	-5.835 (9.399)	-14.810 (24.057)	-12.838 (16.859)	-7.548 (13.797)
maturity	2.093 (1.452)	0.198 (1.412)	0.140 (0.208)	-1.376 (0.869)	0.345 (0.347)	0.431 (0.283)	-0.400 (0.314)	0.220 (0.383)	0.193 (0.400)	0.343 (0.450)	-0.114 (0.513)	-0.371 (0.917)	-0.213 (0.563)
lissage	0.760 (1.381)	0.196 (0.697)	-0.531 (0.537)	-0.008 (0.336)	0.340 (0.317)	0.186 (0.160)	0.351** (0.156)	-0.273 (0.443)	0.050 (0.128)	0.077 (0.149)	0.615 (0.392)	-0.065 (0.186)	-0.985 (0.911)
gross_leverage_bis	-0.930 (2.520)	-5.161 (3.452)	-0.402 (0.795)	0.922** (0.420)	0.849 (0.754)	-1.761 (1.515)	0.098 (0.633)	0.916** (0.434)	0.528 (0.495)	-0.881 (0.822)	0.331 (0.758)	-0.936 (1.483)	0.840* (0.440)
abs_cash	0.381 (0.400)	-0.353 (0.507)	-0.706 (0.729)	-0.324 (0.406)	0.428 (0.643)	-0.046 (0.237)	0.177 (0.429)	-1.850* (1.078)	-0.021 (0.276)	-2.437** (1.177)	-0.703 (0.920)	-0.594 (0.680)	-0.063 (0.302)
cap_int	0.025 (1.395)	-2.241* (1.348)	-0.747 (0.646)	0.163 (0.781)	-2.378* (1.366)	-0.289 (0.491)	-0.028 (0.139)	-0.271 (0.868)	-0.259 (0.448)	-0.526 (0.501)	0.147 (0.708)	-1.309 (1.877)	0.244 (0.310)
mtb	-1.716 (1.377)	-0.428 (0.526)	0.145 (0.197)	-0.397 (0.393)	-0.431 (0.446)	-0.193 (0.286)	0.185 (0.172)	0.142 (0.233)	0.184 (0.129)	-0.648 (0.404)	-0.135 (0.286)	-0.475 (0.434)	0.079 (0.236)
loss	-3.504 (2.575)	0.427 (0.926)	0.189 (0.936)	-1.055 (1.003)	-1.617 (1.259)	-0.648 (0.824)	0.700 (0.786)	0.671 (0.900)	1.148* (0.679)	0.656 (0.855)	0.518 (1.026)	1.235 (1.151)	-0.499 (0.940)
size	1.126 (1.075)	0.035 (1.031)	0.100 (0.552)	-0.434 (0.639)	-0.352 (0.584)	-0.665 (0.552)	-1.015** (0.431)	-0.103 (0.621)	-0.053 (0.615)	0.018 (0.491)	-0.637 (0.893)	0.631 (0.794)	-0.622 (0.522)
growth	-6.876 (5.298)	-1.751 (1.821)	-0.906 (1.543)	-0.260 (0.924)	-3.777 (2.950)	0.495 (1.012)	1.703 (2.035)	-1.610 (2.120)	-0.717 (1.813)	0.280 (0.274)	-0.268 (1.603)	-7.782* (4.178)	3.624** (1.790)
Constant	-3.841 (3.793)	-1.613 (2.175)	-0.992 (1.294)	0.511 (1.755)	0.468 (1.559)	-0.199 (1.564)	0.095 (1.141)	-1.201 (1.715)	-3.041 (2.020)	0.382 (1.256)	-0.659 (2.972)	-0.897 (2.538)	-0.733 (1.566)
Pseudo R2	0.3682	0.3274	0.1366	0.2343	0.2094	0.1090	0.1744	0.2142	0.0805	0.2144	0.1624	0.2296	0.2346
Observations	65	104	117	131	105	126	157	131	135	157	98	96	118

Annexe 4 : Liste des variables

Variable	Notation	Calculs
<i>Investissement anormal</i>		
Investissement	$CFl_{i,t}$	Cash-flows liés à l'investissement
Croissance	$Growth_{i,t}$	Variation du chiffre d'affaires entre t-1 et t.
Taille	$Size_{i,t}$	Log de la capitalisation boursière de l'entreprise
Endettement	$Lev_{i,t}$	Dettes financières à long terme additionnées aux dettes financières à court terme et rapportés aux capitaux propres
Market-to-book ratio	$MTB_{i,t}$	Rapport entre la capitalisation boursière et les capitaux propres.
Actifs immobilisés corporels	$PPE_{i,t}$	<i>Property, plant and Equipments</i> en valeurs brute
Pertes	$Loss_{i,t}$	Variable dichotomique portant la valeur de 1 si le résultat comptable de la période précédente est négatif, 0 sinon.
Secteur industriel	SIC	Effet fixe basé sur l'appartenance au secteur mesuré par le code SIC à un chiffre.
Flux de trésorerie d'exploitation	$CFO_{i,t}$	Flux de trésorerie générés par l'activité.
Investissement anormal	$Abn.Inv_{i,t}$	Valeur absolue des résidus de la régression de l'investissement.
<i>Régression logistique</i>		

Leverage buyout et Management buyout	LBO/MBO	Prends la valeur de 1 si l'entreprise a été rachetée par LBO ou MBO sur la période 2008-2020, 0 sinon.
Risque économique	$Std.RoA_{i,t}$	Ecart-type du ratio return on asset pour les 4 années précédentes.
Ratio de liquidité	$Abs.Cash_{i,t}$	Rapport entre la trésorerie de l'entreprise et le total du passif courant.
Lissage du résultat	$Smooth_{i,t}$	Ecart-type du résultat rapporté à l'écart-type des cash-flows d'exploitation sur la période disponible de l'entreprise
Intensité Capitalistique	$Int.Cap_{i,t}$	(Actifs corporels + Besoin en fonds de roulement)/Chiffre d'affaires.
Besoin en fonds de roulement	WC	Actifs courants hors trésorerie diminué des passifs courants hors dettes à court terme.
Maturité des actifs de long terme	$Mat.Assett_{i,t}$	(Actifs corporels brut/Total Actif)*Actifs corporels brut/(Amortissement et dépréciation)
<i>Mesure de la prudence conditionnelle</i>		
Rendements	$R_{i,t}$	Variation du prix de l'action sur la période fiscale, corrigée des dividendes
Résultat	$X_{i,t}$	Corresponds aux résultats avant opérations extraordinaires

Résumé

Cette thèse analyse la qualité des résultats comptables dans les opérations de rachat à effet de levier (LBO/MBO), un cadre où s'expriment des incitations contradictoires au *reporting* financier. Elle combine deux indicateurs majeurs : la prudence conditionnelle, qui traduit la reconnaissance asymétrique des pertes, et la gestion du résultat, comptable ou réelle. L'objectif est de montrer que négliger la prudence conditionnelle fausse l'interprétation des comportements de gestion du résultat et explique l'hétérogénéité des études antérieures. Structurée en quatre articles, la recherche : (1) propose une revue de littérature sur la prudence conditionnelle et ses interactions avec la gestion du résultat ; (2) retrace historiquement la diffusion des LBO/MBO en France (1980-1992), marquée par un fort rôle étatique ; (3) examine empiriquement 224 retraits de cote (2008-2021) et met en évidence une manipulation réelle agressive des ventes, une gestion comptable modérée et une anticipation des biais dans les prix ; (4) étudie, dans le contexte des États-Unis, l'évolution de la prudence trois ans avant la transaction et son association temporaire avec l'investissement anormal. La thèse souligne la nécessité d'analyser conjointement prudence et gestion du résultat pour comprendre les arbitrages comptables en contexte de LBO, de relier comptabilité et finance d'entreprise, et d'ouvrir de nouvelles perspectives sur le rôle de la gouvernance, la qualité de l'audit et les mesures alternatives de prudence.

Mots-clés : Qualité de l'Information Comptable – Prudence Comptable- Gestion du Résultat - Retrait de cote – MBO - LBO

Abstract :

This dissertation investigates earnings quality in leveraged and management buyouts (LBOs/MBOs), a setting that concentrates conflicting reporting incentives. It combines two key constructs—conditional conservatism, reflecting asymmetric loss recognition, and earnings management, both accrual-based and real—to show that ignoring conservatism distorts the understanding of managerial reporting choices and explains prior empirical inconsistencies. Comprising four papers, the study: (1) reviews the literature on conditional conservatism and its interaction with earnings management; (2) traces the historical diffusion of LBOs/MBOs in France (1980-1992), emphasizing the State's regulatory role; (3) empirically analyzes 224 going-private deals (2008-2021), revealing aggressive real manipulation through sales, moderate accrual management, and pricing adjustments that neutralize these biases; (4) examines U.S. data, showing limited variation in conservatism three years pre-deal and a short-term link with abnormal investment. The thesis highlights the need to integrate conservatism into analyses of earnings quality, bridging corporate-finance and accounting research on LBOs/MBOs, and calls for further exploration of audit quality, governance efficiency, alternative conservatism metrics, and the links between prudence, investment, and value creation.

Key words: Earnings Quality - Accounting Conservatism - Earnings Management - Going in Private Transactions – MBO - LBO